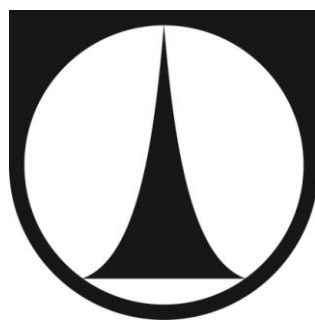


TECHNICKÁ UNIVERZITA V LIBERCI

Ekonomická fakulta



DIPLOMOVÁ PRÁCE

2013

Bc. Petra Nedvědová

# **TECHNICKÁ UNIVERZITA V LIBERCI**

## **Ekonomická fakulta**

Studijní program: N 6208 Ekonomika a management

Studijní obor: Podniková ekonomika

### **Rizikový a rozvojový kapitál jako forma alternativního financování malého a středního podnikání ve vybraných zemích Evropy a v České republice**

### **Venture Capital as a Form of SME's Alternative Financing in Selected European Countries and the Czech Republic**

DP-EF-KFÚ-2013-35

Bc. Petra Nedvědová

Vedoucí práce: Ing. Martina Černíková, Ph.D., KFÚ

Konzultant: Ing. Martina Ortová, Ph.D., KFÚ

Počet stran: 88

Počet příloh: 7

Datum odevzdání: 7. 1. 2013

## Prohlášení

Byla jsem seznámena s tím, že na mou diplomovou práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb. o právu autorském, zejména § 60 – školní dílo.

Beru na vědomí, že Technická univerzita v Liberci (TUL) nezasahuje do mých autorských práv užitím mé diplomové práce pro vnitřní potřebu TUL.

Užiji-li diplomovou práci nebo poskytnu-li licenci k jejímu využití, jsem si vědoma povinnosti informovat o této skutečnosti TUL; v tomto případě má TUL právo ode mne požadovat úhradu nákladů, které vynaložila na vytvoření díla, až do jejich skutečné výše.

Diplomovou práci jsem vypracovala samostatně s použitím uvedené literatury a na základě konzultací s vedoucím diplomové práce a konzultantem.

V Liberci, 7. 1. 2013

## **Anotace**

Předmětem této diplomové práce je analýza využívání rizikového a rozvojového kapitálu ve vybraných evropských zemích, především pak v České republice. Práce zkoumá přínos odvětví soukromého kapitálu pro rozvoj malého a středního podnikání a řeší jeho podstatu. První část je zaměřena na charakteristiku rizikového a rozvojového kapitálu, zmiňuje hlavní subjekty s ním spjaté a popisuje samotný proces financování tímto nástrojem. V dalších částech je pozornost věnována rizikovému a rozvojovému kapitálu v Evropě ve srovnání se Spojenými státy americkými, daňovým a právním aspektům této problematiky a následně se práce zaměřuje na vybrané evropské země. Poslední kapitola analyzuje a zejména zhodnocuje prostředí České republiky, popisuje jeho hlavní překážky, navrhuje doporučení pro jeho širší uplatnění a pokouší se odhadnout vývoj v nadcházejících letech.

## **Klíčová slova**

Rizikový a rozvojový kapitál, soukromý kapitál, malé a střední podnikání, investice, upsaný kapitál, dezinvestice, fond rizikového a rozvojového kapitálu

## **Annotation**

The subject of the thesis is to analyze the use of venture capital in selected European countries, especially in the Czech Republic. The paper examines the contribution of private equity to development of small and medium-sized enterprises and deals with its essence. The first part is focused on the characteristics of venture capital, mentions the key associated subjects and describes the financing process with this tool. In the following parts venture capital in Europe is considered and compared with the United States, tax and legal aspects are mentioned, consequently the attention is directed to the selected European countries. The last chapter analyses and especially assesses the situation in the Czech Republic, describes its main obstacles, proposes recommendations for its wider application and attempts to estimate the development in the upcoming years.

## **Key words**

Venture capital, private equity, small and medium enterprises, investment, fundraising, divestment, venture capital fund

# OBSAH

<b>Seznam obrázků.....</b>	<b>11</b>
<b>Seznam tabulek.....</b>	<b>12</b>
<b>Seznam zkratk, značek a symbolů .....</b>	<b>13</b>
<b>Úvod .....</b>	<b>14</b>
<b>1 Charakteristika rizikového a rozvojového kapitálu.....</b>	<b>15</b>
1.1 Úvod do problematiky.....	15
1.1.1 Typické znaky, klady a zápory rizikového a rozvojového kapitálu .....	17
1.2 Komparace rizikového a rozvojového kapitálu s klasickými formami financování.....	18
1.3 Vznik a vývoj rizikového a rozvojového kapitálu .....	20
1.4 Kategorie rizikového a rozvojového kapitálu .....	21
1.5 Subjekty na trhu rizikového a rozvojového kapitálu .....	26
1.5.1 Primární investoři .....	27
1.5.2 Fondy rizikového a rozvojového kapitálu.....	29
1.5.3 Manažerské společnosti.....	32
1.5.4 Klientské společnosti .....	32
1.6 Investiční proces.....	33
1.6.1 Podnikatelský plán .....	34
1.6.2 Vyhledávání a vyhodnocování investičních příležitostí .....	36
1.6.3 Výběr a realizace investice.....	38
1.6.4 Monitorování investice a řešení krizových situací .....	39
1.6.5 Dezinvestice .....	40
1.6.6 Finanční a kapitálové toky v procesu financování .....	43
1.7 Shrnutí.....	43
<b>2 Rizikový a rozvojový kapitál v Evropě.....</b>	<b>45</b>
2.1 EVCA .....	46
2.2 Komparace evropského a amerického trhu venture kapitálu .....	46
2.2.1 Evropské akciové trhy pro malé podniky .....	47
2.2.2 Intervence vlády .....	49
2.2.3 Earlybird Venture Capital .....	50
2.3 Aktuální vývoj evropského trhu .....	51
2.3.1 Srovnání vybraných zemí Evropy.....	54
2.4 Právní a daňový rámec private equity v EU.....	57
2.5 Podpora venture kapitálu v EU.....	58

2.6 Shrnutí .....	59
<b>3 Rizikový a rozvojový kapitál ve vybraných evropských zemích.....</b>	<b>61</b>
3.1 Velká Británie .....	61
3.1.1 BVCA .....	61
3.1.2 Stav trhu PE/VC .....	63
3.1.3 Právní a daňový rámec private equity financí.....	65
3.2 Francie .....	66
3.2.1 AFIC .....	66
3.2.2 Stav trhu PE/VC .....	67
3.2.3 Právní a daňový rámec private equity financí.....	68
3.3 Německo .....	70
3.3.1 BVK.....	70
3.3.2 Stav trhu PE/VC .....	71
3.3.3 Právní a daňový rámec private equity financí.....	73
3.4 Region CEE .....	74
3.4.1 Podpora zemí CEE Evropskou unií .....	75
3.4.2 Aktuální stav trhu CEE .....	75
3.5 Shrnutí.....	79
<b>4 Česká republika .....</b>	<b>80</b>
4.1 Hlavní subjekty rizikového a rozvojového kapitálu v českém prostředí.....	81
4.1.1 Česká asociace venture kapitálu a její řádní členové .....	81
4.1.2 Fondy rizikového a rozvojového kapitálu.....	82
4.2 Státní podpora venture kapitálu .....	85
4.3 Limitující faktory v českém prostředí.....	86
4.3.1 Chybějící investice do start-up, seed kapitálu.....	87
4.3.2 Legislativa a daňový systém.....	88
4.3.3 Kapitálový trh .....	89
4.3.4 Podnikatelé, management .....	90
4.3.5 Ostatní .....	90
4.4 Situace na trhu .....	91
4.5 Zhodnocení prostředí ČR – návrhy a doporučení, dopad na MSP, předpoklad vývoje.....	93
4.6 Shrnutí.....	99
<b>Závěr .....</b>	<b>100</b>
<b>Seznam literatury .....</b>	<b>102</b>
<b>Seznam příloh .....</b>	<b>109</b>
Příloha A: Přehled činností rizikového kapitálu v Evropě, USA a vybraných zemích Asie .	110

<i>Příloha B: Obsah pojmů užitých ve statistikách .....</i>	112
<i>Příloha C: Objemy upsaného kapitálu fondy rizikového a rozvojového kapitálu v Evropě .</i>	115
<i>Příloha D: Přehled uskutečněných investic private equity a rizikového kapitálu v Evropě .</i>	116
<i>Příloha E: Objemy dezinvestic v členění na jednotlivé typy v Evropě .....</i>	119
<i>Příloha F: Investice rizikového a rozvojového kapitálu vyjádřené v procentech HDP .....</i>	120
<i>Příloha G: Data z EVCA .....</i>	122



## Seznam obrázků

Obrázek 1: Vztah soukromého a rizikového a rozvojového kapitálu .....	17
Obrázek 2: Podíl jednotlivých kategorií rizikového a rozvojového kapitálu v Evropě dle objemu investovaných částek (2011) .....	25
Obrázek 3: Podíl jednotlivých kategorií rizikového a rozvojového kapitálu v Evropě dle počtu investovaných firem (2011) .....	26
Obrázek 4: Podíl jednotlivých typů investorů na získaných prostředcích pro rizikový kapitál v roce 2011 v Evropě .....	28
Obrázek 5: Podíl jednotlivých typů investorů na získaných prostředcích pro odkupy v roce 2011 v Evropě .....	29
Obrázek 6: Proces investování rizikového a rozvojového kapitálu .....	34
Obrázek 7: Přehled činností private equity a rizikového kapitálu v letech 2000-2011 v Evropě v mld. € .....	52
Obrázek 8: Objemy realizovaných investic rizikového a rozvojového kapitálu v regionech Evropy v roce 2011 .....	54
Obrázek 9: Schéma fungování Seed/Venture kapitálového fondu .....	84

# Seznam tabulek

Tabulka 1: Hodnocení podmínek pro financování PE/VC ve vybraných evropských zemích .....	56
Tabulka 2: Činnost private equity trhu ve VB v období 2007-2011 v tis. € .....	63
Tabulka 3: Činnost private equity trhu ve Francii v období 2007-2011 v tis. € .....	67
Tabulka 4: Činnost private equity trhu v Německu v období 2007-2011 v tis. € .....	71
Tabulka 5: Investice private equity v regionu CEE vyjádřené v sumách a dle % HDP....	78
Tabulka 6: Činnost private equity trhu v ČR v období 2007-2011 v tis. € .....	91
Tabulka 7: Porovnání podmínek pro financování PE/VC v České republice, Polsku, Velké Británii a Nizozemí .....	94

# Seznam zkratek, značek a symbolů

AIFMD	Alternative Investment Fund Managers Directive
AMF	Autorité des Marchés de France
AFIC	Association Française des Investisseurs pour la Croissance
BVCA	British Private Equity and Venture Capital Association
BVK	Der Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften
CEE	Central and Eastern Europe
CVCA	Czech Private Equity and Venture Capital Association
ČNB	Česká národní banka
ČRUIF	Český rozvojový, uzavřený investiční fond
EASDAQ	European Association of Securities Dealers Automated Quotation
EU	Evropská unie
FCPR	Fonds commun de placement à risques
HDP	Hrubý domácí produkt
mil.	Milion
mld.	Miliarda
MPO	Ministerstvo průmyslu a obchodu
MSP	Malé a střední podnikání
NASDAQ	National Association of Securities Dealers Automated Quotations
OECD	Organisation for Economic Co-operation and Development
OPIC	Overseas Private Investment Corporation
OPPI	Operační program podnikání a inovace
SBIC	Small Business Investment Company Program
SCR	Société de capital-risque
VC	Venture capital
PE	Private equity
ZISIF	Zákon o investičních společnostech a investičních fondech
€	Euro

# Úvod

Především malé a střední podniky (dále jen MSP) se stávají tvůrci inovačních projektů díky nutnosti reagovat na stále se měnící podnikatelské prostředí, rostoucí konkurenci a nové podmínky. Financování těchto firem je specifické nejen vysokou rizikovostí a s ní spojenou vysokou ziskovostí, ale také určitou potřebou pomoci v manažerské či marketingové oblasti vyplývající z nezkušenosti manažerského týmu. Z uvedených důvodů nemusí klasické zdroje financování těmto požadavkům vyhovovat. Rizikový a rozvojový kapitál jako alternativní forma financování poskytuje nejen finanční prostředky, které jsou běžným bankovním úvěrem v pozici začínajícího podniku obtížně dosažitelné, ale také nefinanční podporu spočívající v odborné pomoci, kterou s sebou investor přináší.

Tato práce se zabývá fenoménem rizikového a rozvojového kapitálu jako alternativního zdroje financování MSP a jeho podstatou pro ekonomiku země. S probíhající finanční krizí nabývá význam této formy financování na intenzitě díky svému pozitivnímu dopadu na růst ekonomiky jako celku. Cílem práce je charakterizovat význam rizikového a rozvojového kapitálu, analyzovat jeho roli ve vybraných evropských zemích a následně v České republice, definovat překážky bránící jeho rozvoji v prostředí ČR a navrhnout doporučení pro jejich odstranění. Tématem zkoumání je celá oblast private equity, do které rizikový a rozvojový kapitál spadá, ovšem důraz je v této práci kladen na rizikový kapitál z důvodu jeho nejužšího spojení s financováním mladých začínajících podniků. První část řeší obecnou charakteristiku rizikového a rozvojového kapitálu, vysvětluje pojmy a představuje subjekty s ním spojené, také popisuje jednotlivé druhy rizikového a rozvojového kapitálu a průběh samotného procesu financování tímto nástrojem. Další části se zaměřují na evropský trh rizikového a rozvojového kapitálu a jeho vybrané země, je zkoumán jejich současný stav, včetně daňového a právního prostředí. V poslední části je charakterizováno prostředí České republiky, jsou definovány překážky bránící jeho dalšímu rozvoji, včetně návrhů na jejich možné odstranění, zkoumán je taktéž aktuální vývoj na českém trhu private equity a odhadnut možný budoucí vývoj.

# 1 Charakteristika rizikového a rozvojového kapitálu

Tato kapitola se zabývá obecně pojmem rizikového a rozvojového kapitálu, jeho vymezením a termíny s ním spojenými. Krátká pozornost je věnována porovnání s ostatními možnostmi financování, historii této oblasti alternativního financování a také členění jednotlivých forem rizikového a rozvojového kapitálu. Dále je analyzován samotný proces financování rizikovým a rozvojovým kapitálem, včetně s ním spjatých subjektů na trhu.

## 1.1 Úvod do problematiky

„Venture“ kapitál jako termín převzatý z angličtiny (nebo také často používaný český překlad „rizikový a rozvojový“ kapitál) nemá své jednoznačné vymezení. Pojem „venture capital“ původně představoval dlouhodobé investice do nově vznikajících inovativních podniků, které nejsou veřejně obchodovány. Avšak z důvodu neúspěšných venture investic na přelomu 80. a 90. let došlo k přesunu pozornosti na investice rozvojového typu do již existujících podniků. Tím se původní chápání „venture“ kapitálu rozšířilo a pod pojmem si lze představit více typů investic. Společným znakem pak zůstává investice formou navýšení základního jmění, kde investor získává významný podíl a ve spolupráci s managementem firmy usiluje o výrazné navýšení jeho hodnoty. Cílem je tedy vysoké zhodnocení investice, následované odprodejem podílu a realizací zisku.<sup>1</sup>

S pojmem rizikový a rozvojový kapitál je těsně spjat termín *private equity*, přičemž oba termíny lze chápat jako alternativní zdroj financování podniků s potenciálem rychlého růstu. Za *private equity*, nebo-li česky soukromý kapitál, se pak považuje střednědobá až dlouhodobá investice formou navýšení základního kapitálu společností, které nejsou veřejně obchodovány. Podnikatelský plán, který je investorovi předkládán, musí zahrnovat inovaci ve formě produktu či technologie s potenciálem pro tvorbu hodnoty firmy a růstu

---

<sup>1</sup> DVOŘÁK, I. a P. PROCHÁZKA. *Rizikový a rozvojový kapitál*. 1. vyd. Praha: Management Press, 1998, s. 17-18. ISBN 80-85943-74-3.

tržního podílu. Společným rysem obou pojmů je tedy investice do společností, které nejsou obchodovány na burze, a získaný podíl na základním kapitálu investorem. Private equity je však širším pojmem, zahrnuje v sobě jednak venture kapitál (jako kapitál investovaný do založení, rozběhu a také dalšího rozvoje společnosti), ale i odkupy firem firemním (buy-out) nebo externím managementem (buy-in).<sup>2</sup>

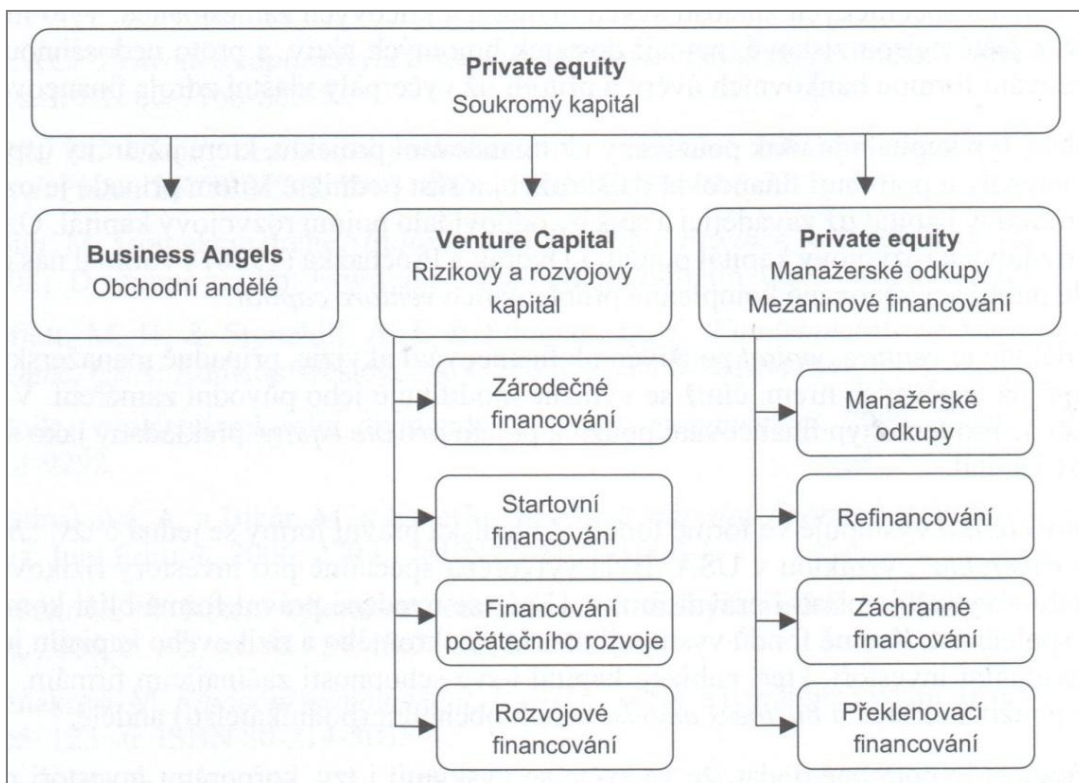
V souvislosti s termínem private equity je nutné zmínit i tzv. *business angels* (obchodní andělé), zpravidla fyzické osoby investující do počátečních fází rozvoje společností. Jedná se o různé poradce, konzultanty, anebo bývalé významné manažery, kteří se orientují právě na obory, v nichž dlouhou dobu působí. Vysokou hodnotu kapitálu, jíž disponují, vkládají do nově začínajících perspektivních firem, očekávající vysoké zhodnocení. Posledním trendem je sdružování business angels do různých uskupení. Cílem je společná spolupráce v oblastech, na které se individuální investoři sami nespecializují.<sup>3</sup>

Následující *obrázek 1* přehledně zobrazuje zmíněné pojmy se vzájemnými vazbami. Členění private equity na business angels, rizikový a rozvojový kapitál a manažerské odkupy není v literatuře striktně dodržováno a běžně dochází ke splývání těchto pojmů pod rizikový a rozvojový kapitál.

---

<sup>2</sup> CVCA. *Private equity & venture capital v České republice – Adresář členů CVCA* [online]. Praha: Czech private equity & venture capital association, 2010, s. 5-6 [vid. 2011-11-04]. Dostupné z: [http://www.cvca.cz/images/cvca\\_UK-Ke-stazeni/4-file-File-CVCA\\_-\\_ADRESAR.pdf](http://www.cvca.cz/images/cvca_UK-Ke-stazeni/4-file-File-CVCA_-_ADRESAR.pdf)

<sup>3</sup> NÝVLTOVÁ, R. a M. REŽŇÁKOVÁ. *Mezinárodní kapitálové trhy – zdroj financování*. 1. vyd. Praha: Grada Publishing, 2007, s. 107-108. ISBN 978-80-247-1922-1.



Obrázek 1: Vztah soukromého a rizikového a rozvojového kapitálu

Zdroj: NÝVLTOVÁ, R. a M. REŽŇÁKOVÁ, Mezinárodní kapitálové trhy – zdroj financování, s. 104.

Jak naznačuje *obrázek 1*, venture kapitál lze dále členit na financování zárodečné, startovní, počátečního rozvoje a rozvojové, jakož pro celou oblast private equity navíc na manažerské odkupy, refinancování, záchranné a překlenovací financování, tímto se dále zabývá kapitola 1.4.

### 1.1.1 Typické znaky, klady a zápory rizikového a rozvojového kapitálu

Rizikový a rozvojový kapitál je charakteristický určitými znaky odlišujícími ho od ostatních forem financování. Primárně v této oblasti investují institucionální finanční skupiny jako jsou penzijní fondy, banky či pojišťovny, menší roli pak hrají soukromí individuální investoři a podniky. Fondy rizikového kapitálu vzniklé za účelem shromažďování peněžních prostředků od investorů alokují kapitál do potenciálních projektů, o umístění těchto prostředků mají rozhodovací pravomoc zástupci investorů. Fond si na základě poradenské smlouvy najímá tzv. manažerskou společnost, která firmě

spravuje, vybírá a posuzuje investiční příležitosti. Klientské společnosti, žádající o kapitál pro svůj projekt, poskytuje fond rizikového kapitálu zpravidla přímý vklad formou navýšení základního kapitálu. Investoři z důvodu vysokého podstupovaného rizika zároveň požadují maximální zhodnocení své investice v podobě úspěšného projektu. V závěrečné fázi dochází k exitu rizikového kapitálu z klientské společnosti, nejčastěji formou odkupu podílu investora managementem (případně vlastníky) společnosti.<sup>4</sup>

Užití rizikového a rozvojového kapitálu jako zdroje alternativního financování má své klady i zápory. Za hlavní výhody lze považovat poskytnutí peněžních prostředků, možnost rychlého rozvoje mladých inovačních společností (projektů), které trpí nedostatkem interních zdrojů a těžce získávají bankovní úvěr, nepotřebnost hmotného zajištění v porovnání s bankovním úvěrem, posílení kapitálové struktury a taktéž přínos investora v podobě cenných rad, zkušeností a kontaktů z oboru. Nevýhody naopak spočívají především ve zdlouhavosti a náročnosti procesu investování, oslabení pravomoci původních majitelů v rozhodování a kontrole činností podniku z důvodu měnící se vlastnické struktury spojené s rozšířeným počtem vlastníků, v negativním směru lze vnímat i vysokou míru požadované výnosnosti odpovídající podstupovanému riziku.<sup>5</sup>

## 1.2 Komparace rizikového a rozvojového kapitálu s klasickými formami financování

Pro financování malého a středního podnikání existuje několik klasických alternativ k rizikovému a rozvojovému kapitálu, mezi něž patří především samofinancování, úvěr a navýšení kapitálu formou veřejného úpisu akcií.<sup>6</sup>

---

<sup>4</sup> VALACH, J. *Investiční rozhodování a dlouhodobé financování*. 1. vyd. Praha: Ekopress, 2001, s. 336-337. ISBN 80-86119-38-6.

<sup>5</sup> Tamtéž, s. 338.

<sup>6</sup> Pokud nebude uvedeno jinak, zdrojem pro tento oddíl je:  
EVCA. *Guide on Private Equity and Venture Capital for Entrepreneurs* [online]. Brussels: European Private Equity and Venture Capital Association, ©2007, s. 8 [vid. 2011-11-02]. Dostupné z: [http://www.evca.eu/uploadedFiles/Home/Toolbox/Introduction\\_Tutorial/EVCA\\_PEVCguide.pdf](http://www.evca.eu/uploadedFiles/Home/Toolbox/Introduction_Tutorial/EVCA_PEVCguide.pdf)



### **Rizikový a rozvojový kapitál versus samofinancování**

Samofinancování, ať už svépomocí či pomocí rodiny nebo přátel, může být relativně snadné a rychlé, avšak zřídka použitelné dlouhodobé řešení pro růst společnosti, nehledě na možné zapletení osobních vztahů do společného podnikání.

### **Rizikový a rozvojový kapitál versus financování úvěrem**

Při poskytování úvěru věřitelé jako poskytovatelé půjček vyžadují od společnosti záruky, ať už firemní nebo osobní. Pro začínající společnosti s minimem aktiv je obtížné či dokonce nemožné tyto záruky poskytnout. Nicméně úvěr nemá žádný dopad na strukturu podílů ve společnosti a věřitel nemůže intervenovat do chodu společnosti. Na druhou stranu investor rizikového a rozvojového kapitálu nepožaduje úrokové platby, navíc je subjektem nesoucím riziko společnosti jako žádný jiný akcionář a bude profitovat pouze za podmínky růstu společnosti. Investor disponuje pravomocí kontrolovat řízení společnosti, při hledání investora tak podnikatel vyhledává dlouhodobou spolupráci s investorem také v podobě pomoci s několika stádii životního cyklu společnosti. Která z těchto dvou forem financování by měla být preferována, závisí na několika faktorech, včetně konkrétní citlivosti na změnu ve vlastnické struktuře. Z podnikatelského pohledu má rizikový kapitál smysl pouze, pokud mu přinese cenné manažerské vstupy ze strany investora.<sup>7</sup>

### **Rizikový a rozvojový kapitál versus navýšení kapitálu formou veřejného úpisu akcií**

Investice rizikového a rozvojového kapitálu má středně až dlouhodobý charakter, ve srovnání s veřejným úpisem akcií nezajišťuje stejnou likviditu, avšak sváže investora blíže ke společnosti. Investice je rovněž více zabezpečená díky nižší citlivosti vůči vnějším ekonomickým fluktuacím. Uzavřená struktura fondu rizikového a rozvojového kapitálu brání investičním manažerům předčasnému exitu a posiluje tak dlouhodobou účast fondu ve společnosti, do které investuje. Pro další srovnání veřejný úpis akcií vyžaduje dosažení určité úrovně aktivity společnosti stejně jako veřejné regulérní podávání zpráv a kontrolu regulátorů akciového trhu.

---

<sup>7</sup> BETTIGNIES, J. and J. A. BRANDER. Financing entrepreneurship: Bank finance versus venture capital. *Journal of Business Venturing* [online]. Elsevier, 2007, volume 22, s. 809 [vid. 2011-11-30]. Dostupné z: 10.1016/j.jbusvent.2006.07.005.

### 1.3 Vznik a vývoj rizikového a rozvojového kapitálu

První investice rizikového kapitálu, které v určitém slova smyslu odpovídají dnešnímu typu financování, se objevují již v Evropě v 15. a 16. století, kdy financování námořních expedic bylo spojeno s jednak vysokým rizikem, ale také možnou vysokou očekávanou mírou zhodnocení kapitálu. Technologický pokrok na přelomu 19. a 20. století pak umožnil první financování inovativních projektů rizikovým kapitálem.<sup>8</sup>

Za novodobé místo vzniku se však považují Spojené státy americké, kde v roce 1946 vznikl první fond rizikového kapitálu (American Research and Development – ARD), který se orientoval na financování vývoje technologií v raném stádiu podnikání. Vznik nové právní formy v podobě limited partnership (českému prostředí nejbližší odpovídá právní forma komanditní společnosti) se stal významným mezníkem z důvodu atraktivnosti fondů pro investory a také z důvodu poskytnutí větší volnosti pro jednající strany. V 80. letech došlo ve Spojených státech amerických k dalším legislativním změnám, které podpořily příliv finančních prostředků do fondů rizikového kapitálu. Právě za podpory rizikového a rozvojového kapitálu dala tato doba vzniknout společnostem v oblasti informačních technologií jako jsou Apple, IBM, Microsoft či Compaq. Se vznikem Internetu na začátku 90. let, jehož nástup si nenechali ujít ani investoři rizikového kapitálu, se objevují první internetové společnosti. Na konci dekády však dochází k tzv. „splasknutí internetové bubliny“, kdy v roce 2000 rapidně klesly akcie internetových společností a řada tzv. dot-com společností rychle zanikla. Do roku 2008, kdy svět zasáhla finanční krize, se investice do rizikového a rozvojového kapitálu vyvíjely stabilně s mírným rostoucím tempem.<sup>9</sup>

V Evropě dochází k podstatnějšímu rozvoji financování venture kapitálem až v období 80. let, což bylo zároveň období relativního poklesu trhu v USA. První investice se realizovaly do firem tzv. high-tech sektoru, zejména ve Velké Británii, ale také v Nizozemí. Výnosnost však nebyla až tak výrazná jak se očekávalo. Pro Evropu se tak

---

<sup>8</sup> DVOŘÁK, I. a P. PROCHÁZKA, *Rizikový a rozvojový kapitál*, s. 44.

<sup>9</sup> KISLINGEROVÁ, E., et al. *Inovace nástrojů ekonomiky a managementu organizací*. 1. vyd. Praha: C. H. Beck, 2008, s. 96. ISBN 978-80-7179-882-8.

stává spíše typická orientace na manažerské odkupy, zatímco pro USA investice do podniků v raném stádiu vývoje. Evropský trh venture kapitálu je tak stále ve srovnání s americkým velmi malým, především pak v oblasti investic do počátečních a expanzivních stádií rozvoje firem. Podle statistik OECD v žebříčku objemu investic rizikového kapitálu ve vztahu k HDP patří USA první místo, přestože dvě třetiny těchto investic míří za hranice. USA tímto zůstávají nejrozvinutějším trhem v oblasti rizikového a rozvojového kapitálu.<sup>10</sup> Větší pozornost problematice Spojených států a Evropy je věnována ve druhé kapitole v části 2.1.

## 1.4 Kategorie rizikového a rozvojového kapitálu

Investice do rizikového a rozvojového kapitálu se rozlišují dle fáze vývoje, ve které se financovaná společnost nachází. Odborné publikace se však v tomto rozdělení plně neshodují. V zatím jediné české publikaci plně věnované rizikovému a rozvojovému kapitálu autoři uvádí následující dělení<sup>11</sup>, které v zásadě odpovídá i celoevropskému chápání.

### **Zárodečný/předstartovní kapitál (seed capital)**

Jedná se o financování společností ještě před jejich samotným vznikem, případně do velmi raných stádií společností. Zařadit sem lze financování vývoje prototypu nového výrobku, tržních průzkumů na nový produkt, zpracování podnikatelského plánu, právního zajištění dodavatelských smluv apod. Zárodečným financováním se vzhledem k podstupovanému vysokému riziku zabývá nízké procento společností nabízejících rizikové a rozvojové financování. S vysokým podstupovaným rizikem investoři požadují i odpovídající míru zisku. Oproti zbývajícím typům se investují relativně menší částky v řádech statisíců, maximálně několika miliónů korun, přičemž doba návratnosti investice odpovídá nejdříve časovému horizontu 7-12 let.

---

<sup>10</sup> NÝVLTOVÁ, R. a M. REŽŇÁKOVÁ, Mezinárodní kapitálové trhy – zdroj financování, s. 105.

<sup>11</sup> DVOŘÁK, I. a P. PROCHÁZKA, Rizikový a rozvojový kapitál, s. 20-25.

**Startovní financování (start-up capital)**

Tímto typem financování se investuje do raných stádií společnosti v době, kdy již existuje manažerský tým, výsledky tržního průzkumu a samozřejmě produkt. Stále se jedná o vysoce rizikové investice, jejichž návratnost je odhadována na 5-10 let. Objem investice bývá vyšší, v řádech milionů, desítek milionů, někdy i stamilionů korun. Na trhu rizikového a rozvojového kapitálu startovní financování nabízí cca 5 % společností.

**Financování počátečního rozvoje (early stage development capital)**

Jde o investování do již fungujících firem na počátku svého rozvoje, které mají potenciál vysokého růstu. Právě z důvodu již zavedené společnosti lze považovat tuto investici za méně rizikovou, avšak riziko je zde stále značné. Doba návratnosti investice se pohybuje v časovém horizontu 4-7 let. Typický objem investice bývá v řádech desítek milionů korun. Tento způsob financování poskytuje přibližně 10 % subjektů nabízejících rizikový a rozvojový kapitál.

**Rozvojové financování (later stage development – expansion capital)**

Rozvojové financování představuje financování do již zaběhnutých podniků, které mají potenciál významné expanze. Zpravidla se jedná o financování rozšíření výrobní kapacity či vybudování obchodních sítí v nových teritoriích. Vývoj těchto společností je lépe predikovatelný a tím také méně rizikový, rovněž doba návratnosti je kratší a pohybuje se mezi 2-5 roky. Průměrná velikost investice je v rozmezí 20-80 mil. korun, ale může být i výrazně vyšší. Na trhu nabízí tento typ investování více jak 50 % společností.

**Záchranné financování (rescue/turnaround capital)**

V případě vážných finančních potíží a hrozícího krachu může společnost užít záchranné financování. Podmínkou pro poskytnutí je růstový program, který by po stabilizaci finanční situace nasměroval podnik na růstovou dráhu. Tento typ financování se zpravidla spojuje s jinými typy kapitálových investic, zejména manažerskými odkupy. Záchranné financování nabízí především specializované fondy.

### **Náhradní financování** (debt replacement capital)

Náhradní financování nachází uplatnění v případě vysokého podílu cizích zdrojů ve společnosti, způsobující negativní zátěž ve formě nákladových úroků. Je-li úrokové zatížení jedinou překážkou dalšího rozvoje podniku, pak nahrazení cizích zdrojů vlastním kapitálem formou navýšení základního kapitálu výrazně zlepši situaci podniku.

### **Financování akvizic** (acquisition capital)

Jedná se o financování nákupu jiné společnosti, či pouze její části. Riziko těchto investic bývá poměrně nízké z důvodu již známých skutečností o nakupované společnosti. Do financování akvizic se zařazují i níže uvedené manažerské odkupy, které vynikají určitými specifiky.

### **Manažerské odkupy**

V tomto případě jde o financování odkupu již existujícího a zaběhnutého podniku jeho managementem, ať současným nebo budoucím. Podmínkou uskutečnění tohoto typu financování je úhrada ceny odkupu v budoucnosti ze zisku firmy, musí být tedy očekávána vysoká výnosnost. Jedná se o nejméně rizikovou investici ze všech uvedených, rovněž i doba návratnosti je nejkratší, zhruba mezi 2-3 roky. Částky investované do manažerských odkupů bývají v řádech statisíců miliónů, ale i miliard korun. Manažerskými odkupy se zabývají zpravidla veškeré společnosti působící na trhu rizikového a rozvojového kapitálu.

Pro různé typy manažerských odkupů se vžily následující zkratky:

**MBO** – management buy-out – transakce, při níž dochází k odkupu akciových podílů současným managementem,

**MBI** – management buy-in – transakce, která umožňuje odkoupení podílů ve společnosti skupině externích manažerů,

**BIMBO** – management buy-in-buy-out – značí transakci, v níž skupina manažerů společnosti spolu s dalšími externími manažery odkupuje od vlastníků jejich akcie nebo podíly,

**LBO** – leveraged buy-out – znamená transakci MBO, jež je do vysoké míry financována úvěrem,

**LMBO** – large MBO – opět transakce typu MBO, avšak u velké korporace obchodované na veřejném trhu cenných papírů.

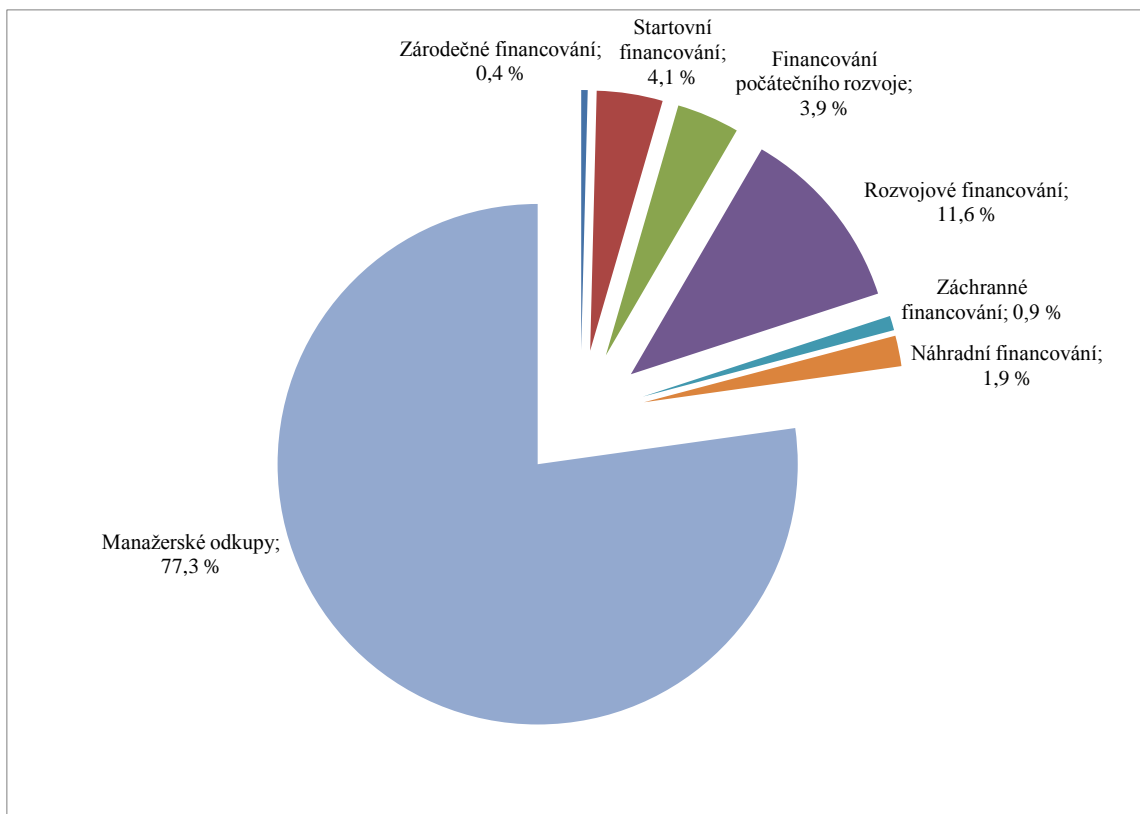
Pro financování vlastnických transakcí se hromadně užívá názvu *transakční financování*, do kterého spadají výše uvedené manažerské odkupy a financování akvizic. Vlastnické transakce financované úvěrem se považují za nejméně rizikové, čemuž odpovídá i nižší výnosnost. Jak však praxe ukazuje a vzrůstající ambice společností venture kapitálu realizovat stále větší investice to jen dokazují, výnosnost realizovaných manažerských odkupů je relativně vysoká. Fondy rizikového a rozvojového kapitálu ještě nabízejí kromě výše uvedených tzv. *překlenovací financování* (bridge financing), nebo jeho opak ve formě *privatizačního financování* (privatization). Tyto typy financování poskytují v případě potřeby transformace společnosti z neveřejně obchodované na společnost kotovanou na kapitálovém trhu. Pojem překlenovací financování se užívá i pro tzv. *mezzanine financig*, které představuje jakousi kombinaci mezi vstupem do základního kapitálu a úvěrem a je určeno výhradně do podnikové expanze s očekávanou výnosností 20-30 %. Fondy venture kapitálových investic se zpravidla zabývají více typy investic, tím minimalizují riziko a zároveň zabezpečí zhodnocení svěřeného kapitálu, přičemž většina těchto fondů nabízí transakční financování a financování rozvoje podniku.<sup>12</sup>

Statistiky ukazují, že nejvýznamnější postavení v současné době zaujímá transakční investování. Následující *obrázek 2* tuto skutečnost potvrzuje. Manažerské odkupy činily v Evropě v roce 2011 přes 77 % objemu realizovaných investic. Na druhém místě se umístilo rozvojové financování s cca 12 %. Naopak si nelze nevšimnout, že objem předstartovních investic se blíží 0 %. Objem investic do rizikového kapitálu (financování zárodečné, startovní a počátečního rozvoje) dosahoval částky 3,7 miliard eur, objem rozvojového kapitálu a odkupů pak činil 40,4 miliard eur.<sup>13</sup>

---

<sup>12</sup> NÝVLTOVÁ, R. a M. REŽŇÁKOVÁ, Mezinárodní kapitálové trhy – zdroj financování, s. 110.

<sup>13</sup> EVCA. *EVCA Yearbook 2012* [online]. Brussels: European Private Equity and Venture Capital Association, ©2012, s. 24 [vid. 2012-07-27]. Dostupné z: [http://www.evca.eu/uploadedfiles/home/knowledge\\_center/evca\\_research/Yearbook\\_2012\\_Presentation\\_EVCA\\_Public\\_120530.pdf](http://www.evca.eu/uploadedfiles/home/knowledge_center/evca_research/Yearbook_2012_Presentation_EVCA_Public_120530.pdf)

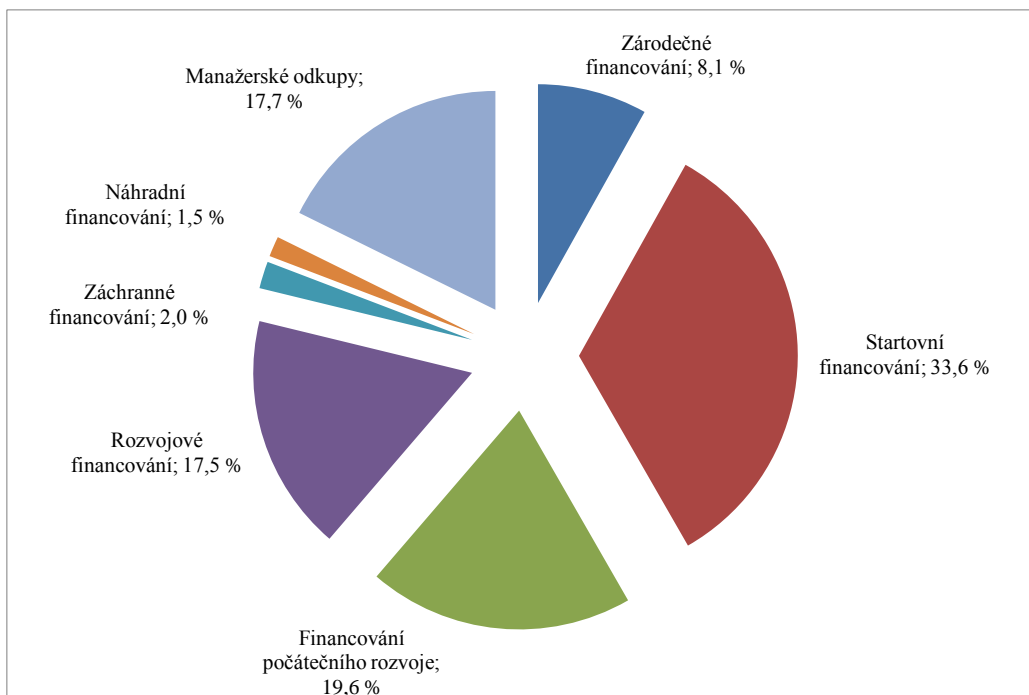


Obrázek 2: Podíl jednotlivých kategorií rizikového a rozvojového kapitálu v Evropě dle objemu investovaných částek (2011)

Zdroj: EVCA. *EVCA Yearbook 2012* [online]. Brussels: European Private Equity and Venture Capital Association, ©2012, s. 24 [vid. 2012-07-27]. Dostupné z: [http://www.evca.eu/uploadedfiles/home/knowledge\\_center/evca\\_research/Yearbook\\_2012\\_Presentation\\_EVCA\\_Public\\_120530.pdf](http://www.evca.eu/uploadedfiles/home/knowledge_center/evca_research/Yearbook_2012_Presentation_EVCA_Public_120530.pdf)

Pokud je však zkoumán podíl jednotlivých fází financování rizikovým a rozvojovým kapitálem dle počtu investovaných firem, situace se rapidně mění. Celkem 2 925 společností bylo financováno rizikovým kapitálem a „pouze“ 1 843 firem pak prostřednictvím odkupů a rozvojového kapitálu. Odkupy dle tohoto kritéria tak obsazují až 3. místo se zhruba 18 % a na prvním místě je startovní financování se skoro 34 %, přičemž téměř 20 % firem pak bylo financováno ve fázi počátečního rozvoje. Následující *obrázek 3* doplňuje i další kategorie.<sup>14</sup>

<sup>14</sup> EVCA. *EVCA Yearbook 2012* [online]. Brussels: European Private Equity and Venture Capital Association, ©2012, s. 24 [vid. 2012-07-27]. Dostupné z: [http://www.evca.eu/uploadedfiles/home/knowledge\\_center/evca\\_research/Yearbook\\_2012\\_Presentation\\_EVCA\\_Public\\_120530.pdf](http://www.evca.eu/uploadedfiles/home/knowledge_center/evca_research/Yearbook_2012_Presentation_EVCA_Public_120530.pdf)



Obrázek 3: Podíl jednotlivých kategorií rizikového a rozvojového kapitálu v Evropě dle počtu investovaných firem (2011)

Zdroj: EVCA. *EVCA Yearbook 2012* [online]. Brussels: European Private Equity and Venture Capital Association, ©2012, s. 24 [vid. 2012-07-27]. Dostupné z: [http://www.evca.eu/uploadedfiles/home/knowledge\\_center/evca\\_research/Yearbook\\_2012\\_Presentation\\_EVCA\\_Public\\_120530.pdf](http://www.evca.eu/uploadedfiles/home/knowledge_center/evca_research/Yearbook_2012_Presentation_EVCA_Public_120530.pdf)

Rozvojové financování se na počtu investovaných firem podílelo téměř 18 procenty, zárodečné financování pak cca 8 procenty, které se v předchozím srovnání blížilo téměř nulovému podílu. Naopak náhradní i zachranné financování dle obou kritérií nedosahují výše než 2 procent.

## 1.5 Subjekty na trhu rizikového a rozvojového kapitálu

Hlavními aktéry na trhu rizikového a rozvojového kapitálu jsou *primární investoři, fondy rizikového a rozvojového kapitálu, manažerské společnosti a klientské společnosti*.

Do primárních investorů se zařazují převážně institucionální investoři (kupříkladu penzijní fondy nebo banky), případně fyzické osoby. Fondy rizikového a rozvojového kapitálu pak shromažďují peníze od investorů a vytvářejí své portfolio investic. Mezi fondy rizikového



a rozvojového kapitálu a klientskými společnostmi stojí manažerské společnosti, smluvně vázané s fondy, které provádějí vlastní vyhledávání, posouzení a realizaci investic. Kromě uvedených subjektů se na trhu rizikového a rozvojového kapitálu ještě pohybují tzv. „katalyzátoři“ (v angličtině „facilitators“), jejichž klienty bývají společnosti hledající investora.

### 1.5.1 Primární investoři

Investováním do rizikového a rozvojového kapitálu se zabývá celá řada subjektů a organizací, mezi nimiž figurují především institucionální investoři, jako jsou penzijní fondy, banky, pojišťovny, ale také vládní či univerzitní subjekty. Své místo mezi primárními investory zauímají i soukromé subjekty – podnikatelské subjekty a tzv. business angels (obchodní andělé).

Obchodní andělé disponují vlastním kapitálem, který zpravidla investují do počátečních stádií rozvoje společností. Na rozdíl od fondů rizikového a rozvojového kapitálu se aktivně angažují, poskytují odborné znalosti a kontakty pro podporu růstu firmy, do níž investují. Za účelem efektivnějšího přístupu k informacím a racionálnějšího investování se sdružují do sítí. V České republice existují 4 business angels sítě, které zprostředkovávají kontakty na konkrétní investory firmám majícím zájem o investice.<sup>15</sup>

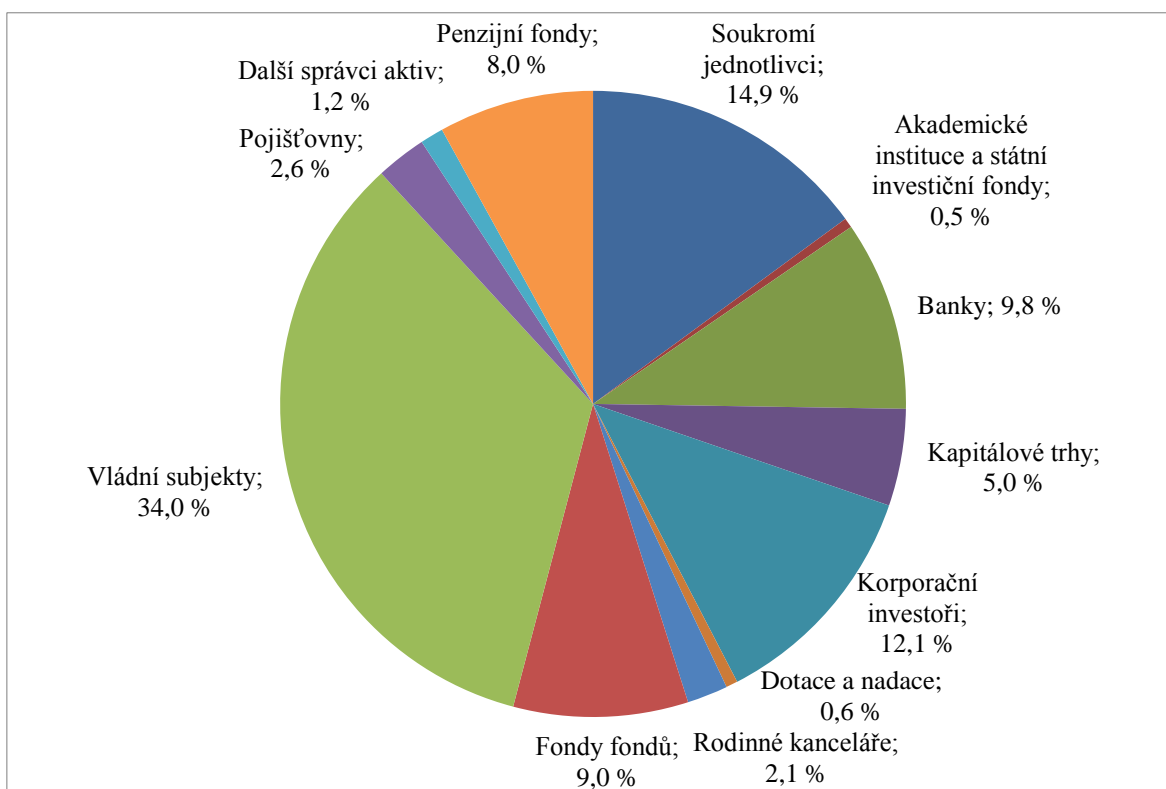
Hlavní vlně aktivit rizikového a rozvojového kapitálu ve světě přispěl především vstup penzijních fondů (jako limited partners). Od roku 1980 přispěly penzijní fondy do odvětví rizikového a rozvojového kapitálu 44 procenty z celkových svěřených prostředků. Důležitou roli pro rozvoj venture kapitálu sehrála i třída finančních institucí, která zahrnuje komerční banky, investiční banky a pojišťovací společnosti, jež dohromady poskytly 18 procent celkového kapitálu od zmíněného roku.<sup>16</sup>

---

<sup>15</sup> CZECHINVEST. *Business Angels* [online]. ©1994–2012 CzechInvest, [vid. 2011-11-18]. Dostupné z: <http://www.czechinvest.org/business-angels>

<sup>16</sup> METRICK, A. and A. YASUDA. *Venture Capital and the Finance of Innovation*. 2nd ed. Hoboken, NJ: John Wiley & Sons, 2011, s. 27-28. ISBN 978-0-470-45470-1.

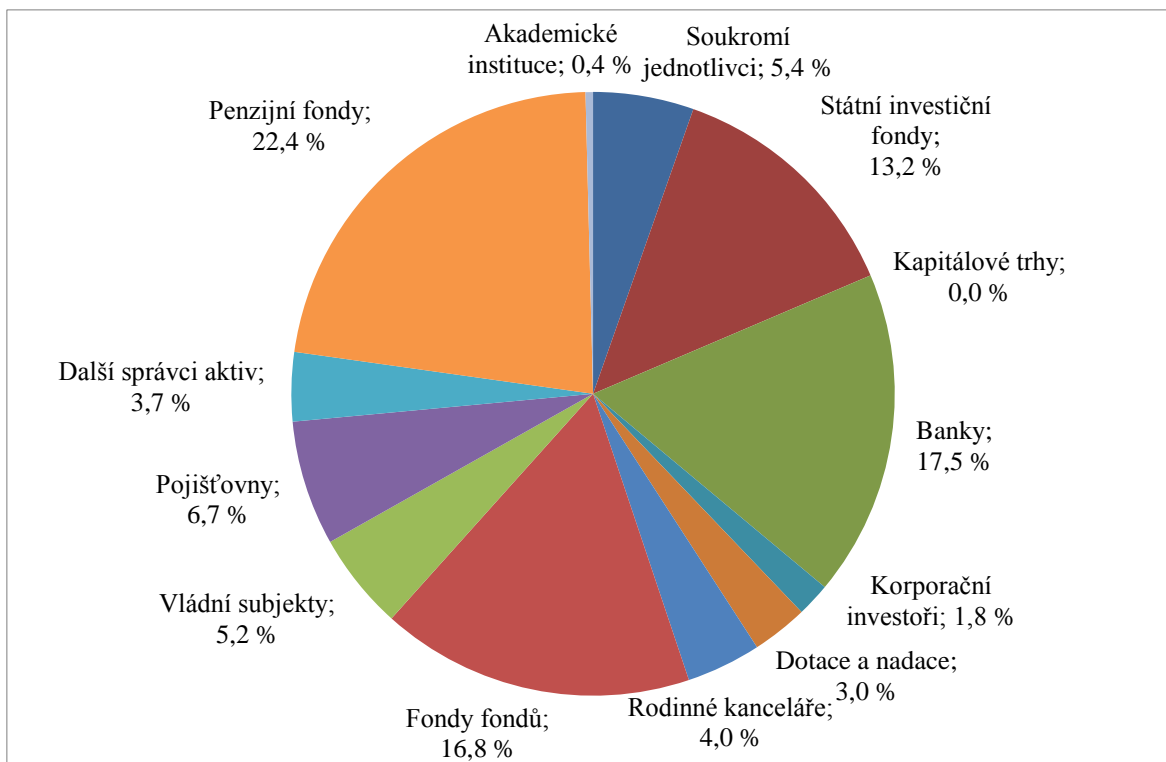
Rozdělení podílu jednotlivých typů primárních investorů na investicích do rizikového a rozvojového kapitálu v současné době na evropském trhu zobrazuje následující *obrázek 4*. Ten se zaměřuje pouze na rizikový kapitál, vyplývá z něj významná úloha státu, jakožto silná pozice podnikové sféry a soukromých jednotlivců. Tradiční pozici si pak drží penzijní fondy společně s bankami.



*Obrázek 4: Podíl jednotlivých typů investorů na získaných prostředcích pro rizikový kapitál v roce 2011 v Evropě*

Zdroj: EVCA. *EVCA Yearbook 2012* [online]. Brussels: European Private Equity and Venture Capital Association, ©2012, s. 12 [vid. 2012-07-27]. Dostupné z: [http://www.evca.eu/uploadedfiles/home/knowledge\\_center/evca\\_research/Yearbook\\_2012\\_Presentation\\_EVCA\\_Public\\_120530.pdf](http://www.evca.eu/uploadedfiles/home/knowledge_center/evca_research/Yearbook_2012_Presentation_EVCA_Public_120530.pdf)

V případě podílu různých investorů na manažerských odkupech vykazuje statistika jisté odlišnosti. Mnohem významnější roli zde zaujímají penzijní fondy společně s bankami, fondy fondů a taktéž se státními investičními fondy. Naopak vládní subjekty představují jen 5,2 %. Konkrétní podíly jednotlivých investorů naznačuje *obrázek 5*.



Obrázek 5: Podíl jednotlivých typů investorů na získaných prostředcích pro odkupy v roce 2011 v Evropě

Zdroj: EVCA. *EVCA Yearbook 2012* [online]. Brussels: European Private Equity and Venture Capital Association, ©2012, s. 13 [vid. 2012-07-27]. Dostupné z: [http://www.evca.eu/uploadedfiles/home/knowledge\\_center/evca\\_research/Yearbook\\_2012\\_Presentation\\_EVCA\\_Public\\_120530.pdf](http://www.evca.eu/uploadedfiles/home/knowledge_center/evca_research/Yearbook_2012_Presentation_EVCA_Public_120530.pdf)

Penzijní fondy se v číselném vyjádření podílejí 22 procenty, banky téměř 18 procenty a fondy fondů necelými 17 procenty. Znatelná je v porovnání s předchozími podíly nižší účast nejen zmíněných vládních subjektů, ale také těch soukromých (korporace, soukromí jednotlivci) na manažerských odkupech.

### 1.5.2 Fondy rizikového a rozvojového kapitálu

Z důvodu složitého procesu investování do rizikového a rozvojového kapitálu vznikají fondy rizikového a rozvojového kapitálu sdružující peněžní prostředky od investorů.

Fondy rizikového a rozvojového kapitálu se odlišují především orientací na určitou fázi vývoje podniku, vycházející z předešlého rozdělení na typy rizikového a rozvojového

kapitálu. Poskytují tedy předstartovní financování, startovní financování, financování počátečního rozvoje, rozvojové financování, záchranný kapitál, náhradní financování či transakční investování. Fondy rizikového a rozvojového kapitálu lze rovněž dělit dle jejich velikosti, odvětvové orientace nebo způsobu získání finančních prostředků, tj. podle jejich zakladatelů. Těmi mohou být dceřinné společnosti bank, soukromé společnosti či státní fondy zakládané v rámci podpory MSP.<sup>17</sup>

Vlastní fungování fondu rizikového a rozvojového kapitálu včetně investiční činnosti zabezpečuje manažerská společnost na základě kontraktu s fondem. Manažerská společnost fond zastupuje a spravuje jeho investiční portfolio. Definitivní rozhodnutí o realizaci investic však náleží zástupcům investorů a po provedení investice se podílovým vlastníkem v cílových společnostech stává fond. Pro schvalování či zamítání investic se zakládá tzv. investiční výbor, ve kterém zasedají zástupci investorů spolu s reprezentanty manažerské společnosti.<sup>18</sup>

Právní struktury týkající se investičních fondů rizikového kapitálu se v různých zemích liší. Existují však 2 hlavní typy – fondy s omezenou životností založené obvykle na období 10 let a fondy založené na dobu neurčitou, přičemž první uvedený je v praxi běžnější. Volba vhodného právního statutu hraje důležitou roli ve způsobu rozdělování výnosů, v rozhodovacích pravomocích a v neposlední řadě také v otázkách daňové legislativy. Hojně užívanou právní formou je již zmíněný anglosaský *limited partnership*, dále například *FCPR* (Fonds Commun de Placement à Risques) ve Francii a další podobné jako *SICAR* v Lucembursku, *PRICAF* v Belgii nebo italské *Fondo chiuso*.<sup>19</sup>

Většina investic rizikového a rozvojového kapitálu ve světě je uskutečňována fondy pod právním statutem *limited partnership*, tuto přízeň získal především z důvodu ponechání některých oblastí fungování na jejich vymezení ve společenské smlouvě. Název fondu

---

<sup>17</sup> NÝVLTOVÁ, R. a P. MARINIČ. *Finanční řízení podniku – Moderní metody a trendy*. 1. vyd. Praha: Grada Publishing, 2010, s. 98. ISBN 978-80-247-3158-2.

<sup>18</sup> DVOŘÁK, I. a P. PROCHÁZKA, *Rizikový a rozvojový kapitál*, s. 30.

<sup>19</sup> EVCA. *Guide on Private Equity and Venture Capital for Entrepreneurs* [online]. Brussels: European Private Equity and Venture Capital Association, ©2007, s. 12 [vid. 2012-01-12]. Dostupné z: [http://www.evca.eu/uploadedFiles/Home/Toolbox/Introduction\\_Tutorial/EVCA\\_PEVCguide.pdf](http://www.evca.eu/uploadedFiles/Home/Toolbox/Introduction_Tutorial/EVCA_PEVCguide.pdf)

v českém prostředí mystifikuje na právní formu podle zákona o investičních společnostech a investičních fondech. Dle obchodního zákoníku<sup>20</sup> se však formě limited partnership v základních rysech podobá komanditní společnost.

Typická struktura fondu rizikového a rozvojového kapitálu sestává z jednotlivých účastníků zastávajících role *komanditistů* (Limited Partners), *komplementářů* (Unlimited Partners nebo General Partners) a *promotéra* (Promotor). Komanditistou se stávají všichni investoři, ať už tzv. zakládající investoři (cornerstone investors) nebo běžní investoři. Zakládající investoři se od těch běžných liší tím, že jejich vložená investice převyšuje předem stanovený limit a zároveň se účastní již prvního kola upisování kapitálu. Výnosy fondu se mezi komanditisty dělí v poměru jejich investovaných prostředků. Komplementářem bývá zpravidla účelově založená společnost typu společnosti s ručením omezeným. Komplementář odpovídá za závazky společnosti celým svým majetkem a zároveň je pověřen obchodním vedením společnosti, tím se tedy de facto stává statutárním orgánem fondu (komanditní společnosti). Tento orgán je obvykle identický s investičním výborem popsaným výše. Promotér pak přichází s plánem založit fond, vede potřebné úkony k založení fondu, řídí a zaštituje fond pod svým jménem. Podílem v komplementáři zpravidla disponují zakládající investoři, v případě jasně definovaného promotéra fondu i tento promotér a v neposlední řadě i manažerská společnost. Mimo popsanou strukturu fondu rizikového a rozvojového kapitálu ve formě komanditní společnosti (Limited Partnership) se realizují fondy i v podobě akciové společnosti, společnosti s ručením omezeným, investiční společnosti, případě investičního fondu.<sup>21</sup>

Fond rizikového a rozvojového kapitálu se statutem komanditní společnosti bývá zakládán zhruba na 10 let, přičemž toto období existence fondu lze rozčlenit do tří stádií. První stádium trvá zpravidla 3 roky a je nazýváno investiční fází. V této etapě dochází k vyhledávání investičních příležitostí vyhovujících investičním kritériím a k proinvestování převládající většiny kapitálu. Ve druhém stádiu trvajícím cca 4-7 let dochází k expanzi cílové zainvestované společnosti. Během této fáze, zvané maturační,

---

<sup>20</sup> Zákon č. 513/1991 Sb., Obchodní zákoník. Část druhá: Obchodní společnosti a družstvo, Hlava I: Obchodní společnosti, Díl III: Komanditní společnost, Oddíl 1: Základní ustanovení, § 93 (1).

<sup>21</sup> DVOŘÁK, I. a P. PROCHÁZKA, Rizikový a rozvojový kapitál, s. 32-35.

bývají zainvestované podniky především důkladně monitorovány. Kontrolní činnost zajišťuje participace zástupců manažerské společnosti ve statutárních orgánech cílových společností. V průběhu maturační fáze se vyprofilují zainvestované společnosti a projeví se, zda-li byly vhodnou investiční volbou. Ukáže se, kde je management schopen řídit společnost již sám, kde je stále potřebná spolupráce s investičními manažery z manažerské společnosti, případně kde je naléhavé řešit krizové situace. Poslední fází je období odprodeje podílů (exitů) v cílových podnicích, kdy se rozhodne o pravé výši dosažených výnosů. Délka tohoto stádia závisí na vhodném okamžiku pro maximální zhodnocení jednotlivých podílů v cílových společnostech. Takto uvedený průběh činností fondů rizikového a rozvojového kapitálu je za situace bezproblémového procesu. S nepříznivým či krizovým vývojem by měla již při zakládání fondu počítat náležitá smluvní dokumentace mezi manažerskou společností a fondem.<sup>22</sup>

### 1.5.3 Manažerské společnosti

Manažerské společnosti jsou malé organizace, smluvně svázané s fondy rizikového a rozvojového kapitálu, čítající v průměru 10 profesionálů fungujících jako investiční manažeři. Činnost investičních manažerů spočívá ve 3 hlavních oblastech působení, a to v procesu vyhledávání a realizace investičních příležitostí, v monitoringu a exitu.<sup>23</sup> Z hlediska právního statutu pracuje manažerská společnost jako klasická poradenská firma, běžně se tedy vyskytuje v podobě společnosti s ručením omezeným či akciové společnosti.<sup>24</sup>

### 1.5.4 Klientské společnosti

Neméně důležitým subjektem na trhu rizikového a rozvojového kapitálu jsou cílové společnosti, tedy zájemci o investici. Pro klientské společnosti je klíčové porozumění své

---

<sup>22</sup> DVOŘÁK, I. a P. PROCHÁZKA, Rizikový a rozvojový kapitál, s. 36-37.

<sup>23</sup> METRICK, A. and A. YASUDA, Venture Capital and the Finance of Innovation, s. 9, 21.

<sup>24</sup> DVOŘÁK, I. a P. PROCHÁZKA, Rizikový a rozvojový kapitál, s. 31.

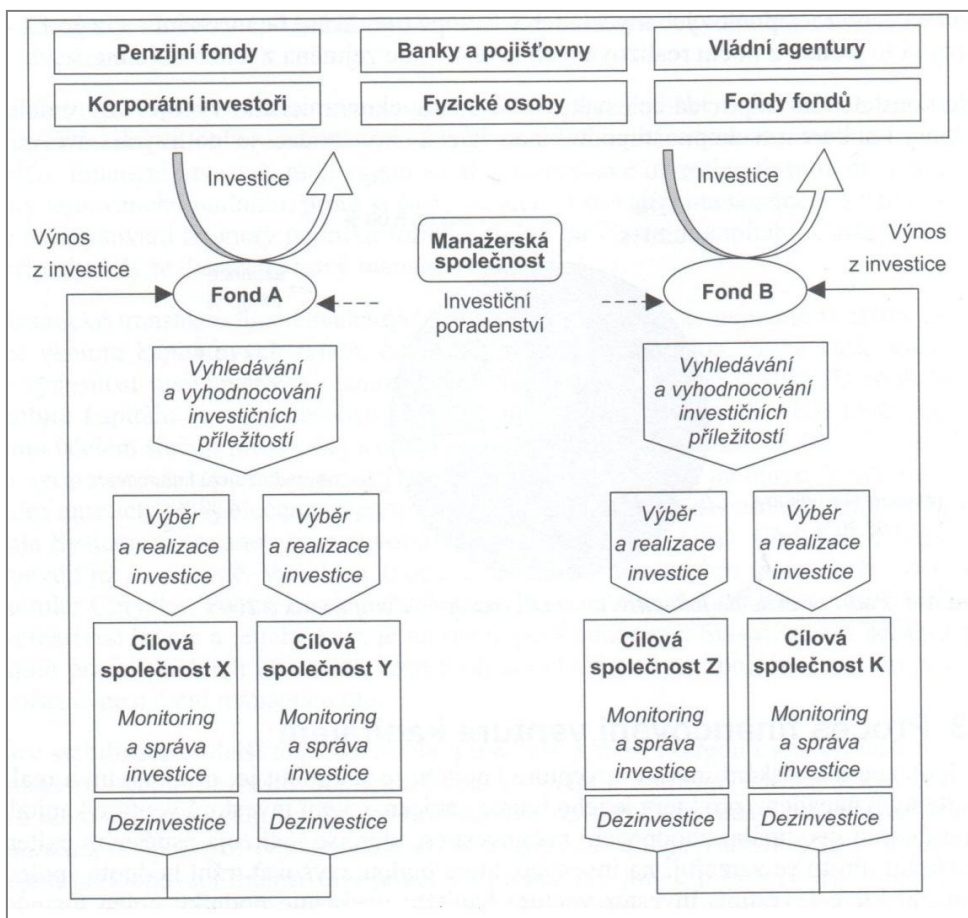
roli i roli ostatních subjektů na trhu rizikového a rozvojového kapitálu. Potenciální zájemci o investici by měli být schopni rozhodnout, kdy se mohou o investici ucházet, jak se mohou o investici ucházet, jakým způsobem budou spolupracovat s investičními manažery a případně jak budou čelit možnému nepříznivému vývoji. Klientské společnosti musí při vyjednávání v mnoha záležitostech spoléhat na expertizu investičních manažerů. Zájemci o investici bývají zřídka investičními znalci, proto je vhodné a doporučuje se najmutí vlastního poradce pro tyto otázky, přestože se nejedná o levnou záležitost.<sup>25</sup>

## 1.6 Investiční proces

Hlavním záměrem investorů rizikového a rozvojového kapitálu je získání co nejvyššího zhodnocení své investice zakončené úspěšným exitem z podniku. Podmínkou pro získání investorova zájmu je upoutat jej na jednu stranu jedinečným, ale zároveň realizovatelným plánem. Následující *obrázek 6* zobrazuje celý průběh investování.

---

<sup>25</sup> DVOŘÁK, I. a P. PROCHÁZKA, Rizikový a rozvojový kapitál, s. 110-111.



Obrázek 6: Proces investování rizikového a rozvojového kapitálu

Zdroj: NÝVLTOVÁ, R. a M. REŽŇÁKOVÁ, Mezinárodní kapitálové trhy – zdroj financování, s. 112.

Za účelem zhodnocení investovaného kapitálu shromažďují fondy rizikového a rozvojového kapitálu finanční prostředky od jednotlivých investorů. Jak bylo zmíněno, manažerská společnost vykonává veškerou investiční činnost spočívající v posouzení investičních příležitostí, výběru, monitorování a odprodeji držných podílů v investovaných společnostech.<sup>26</sup>

### 1.6.1 Podnikatelský plán

Celý proces financování rizikovým a rozvojovým kapitálem začíná přípravou podnikatelského plánu klientskou společností. Podnikatelský plán je hlavním nástrojem

<sup>26</sup> NÝVLTOVÁ, R. a M. REŽŇÁKOVÁ, Mezinárodní kapitálové trhy – zdroj financování, s. 111-112.



používaným investory k hodnocení perspektivy společnosti či podnikatelského záměru. Podnikatelský plán splňuje 2 hlavní funkce – na jednu stranu nutí manažery společnosti ujasnit si své záměry a vytvořit si čistou vizi budoucích podnikatelských aktivit, na stranu druhou pak podnikatelský plán vyjadřuje unikátnost celého podnikatelského záměru. Manažeři musí odhadnout potenciál, kterého jsou schopni dosáhnout a rozhodnout se, jakým podnikatelským modelem jej dosáhnou. Všechny tyto myšlenky jsou poté převedeny do podnikatelského plánu obsahujícího veškeré tyto strategické kroky. Je zájmem cílové společnosti vzbudit pozornost investorů a přesně formulovat svůj prezentovaný záměr. Na několika stranách musí plán jasně ukázat povahu podnikatelské činnosti, cíle a prostředky k jeho dosažení, jeho proveditelnost. Vše zároveň bez skrývání potenciálních slabých míst či možných problémů, které mohou nastat. Ve své plné verzi má podnikatelský plán rozsah okolo 30-40 stran, kratší verze zhruba 4-6 stran, ta slouží pro první kontakt s investorem. Přesný obsah plánu závisí na specifikách každého podnikání, přesto několik základních bodů je společných a doporučuje se jejich zahrnutí.<sup>27</sup> Odborná literatura i praxe rozlišuje několik způsobů prezentace podnikatelských plánů.

### **Elevator Pitch – prezentace ve výtahu**

Ve Spojených státech se doporučuje vytvořit si zhruba minutovou, jasnou, srozumitelnou a zapamatovatelnou prezentaci své myšlenky, kterou lze rychle představit na kterémkoli místě. Takto stručná prezentace by měla obsahovat následující prvky: hlavní myšlenku, progres této myšlenky, zamýšlené cílové trhy, výhody oproti konkurenci, způsob získání peněžních prostředků, požadovanou částku, nabídku investorovi, členy týmu a potenciální zisk pro investora.<sup>28</sup>

### **Executive Summary**

*Executive Summary* v českém překladu znamená doslova „výkonný souhrn“ a je zkrácenou verzí podnikatelského plánu. Prezentuje se písemnou formou na rozdíl od *Elevator Pitch*, který se předává ústně. Obsahuje hlavní body v podobě informací o společnosti, jejím

---

<sup>27</sup> EVCA. *Guide on Private Equity and Venture Capital for Entrepreneurs* [online]. Brussels: European Private Equity and Venture Capital Association, ©2007, s. 17-18 [vid. 2012-01-12]. Dostupné z: [http://www.evca.eu/uploadedFiles/Home/Toolbox/Introduction\\_Tutorial/EVCA\\_PEVCGuide.pdf](http://www.evca.eu/uploadedFiles/Home/Toolbox/Introduction_Tutorial/EVCA_PEVCGuide.pdf)

<sup>28</sup> CZECHINVEST. *Jak napsat podnikatelský plán* [online]. Praha: Czech Invest, 2005, s. 50 [vid. 2011-12-23]. Dostupné z: <http://www.czechinvest.org/data/files/podnikatelsky-plan-48-cz.pdf>

týmu, produktu, o trhu a konkurenci a také o požadovaném kapitálu a způsobu užití získaných peněžních prostředků. Důvodem této zkrácené formy podnikatelského záměru je možné nebezpečí úniku určitých citlivých informací, které mohou být dále zneužity.<sup>29</sup>

### **Plný podnikatelský plán**

Obsah plného podnikatelského plánu je shodný s předchozím *Executive Summary*, pouze je více detailně rozveden. Celý dokument začíná pár slovy o myšlence, kterou má podnikatel zájem realizovat, poté hovoří o společnosti a jeho týmu, dále pak následuje popis produktu či služby. Tento produkt nebo služba je klíčovým prvkem celého plánu, nejde však jen o jeho popis, musí přesvědčit investora co „umí“, jaké výhody z něj plynou (například nízké fixní náklady) a také dokázat tyto výhody ve finančních měřítkách. Po popsání produktu následuje SWOT analýza, jejímž smyslem je prokázat porozumění trhu a uvědomění si jak silných stránek, tak určitých úskalí. Dalším bodem podnikatelského plánu je prodejní a marketingová strategie ukazující způsob užití investorových finančních prostředků. Spolu s finančními otázkami vyvolává tato kapitola od investora nejvíce zájmu. Kapitola týkající se cash-flow pak předpovídá očekávané hotovostní toky. Celý podnikatelský plán je zakončen shrnutím důležitých bodů, vysvětlením možností exitu a důvodu, proč investovat právě do tohoto záměru. Celý dokument musí být doplněn přílohou obsahující například nutné kontaktní údaje.<sup>30</sup>

### **1.6.2 Vyhledávání a vyhodnocování investičních příležitostí**

Při vyhledávání investičních příležitostí se angažují manažerské společnosti, které zjišťují potřebné informace o potenciálně vhodných klientech. Podmínkou dosažení vysokého zhodnocení investic je jejich následná účelná selekce odpovídající zaměření fondu ohledně rozsahu investice, sféry podnikání, teritoriální působnosti, složení vlastníků a dosahovaných ekonomických výsledků. Tento způsob vyhledávání investičních příležitostí je aplikován především fondy působícími pouze v určitých oborech. Dalším

---

<sup>29</sup> CZECHINVEST. *Jak napsat podnikatelský plán* [online]. Praha: Czech Invest, 2005, s. 52 [vid. 2011-12-23]. Dostupné z: <http://www.czechinvest.org/data/files/podnikatelsky-plan-48-cz.pdf>

<sup>30</sup> Tamtéž, s. 56-81.

a také více užívaným způsobem vyhledávání investičních příležitostí je prostřednictvím poradenských společností, které jsou oslovovány klientskými společnostmi, jimž pomáhají najít vhodný způsob získání peněžních prostředků pro svůj rozvoj. Z tohoto hlediska je nutno zmínit efektivní kooperaci fondů, resp. manažerských společností s komerčními bankami. Financování MSP rizikovým a rozvojovým kapitálem je v mnoha zemích včleněno do státních programů na podporu podnikání, kdy vládní agentura pověří realizací podpůrného programu vybrané banky. Dalším způsobem vyhledávání investičních příležitostí a zároveň nejvíce preferovaným je přímý kontakt klientské společnosti s manažerskou společností či fondem rizikového a rozvojového kapitálu. Komplikací však bývá nedostatečná informovanost ze strany podnikatelských subjektů o možnostech financování touto formou.<sup>31</sup>

Při vyhodnocování investičních příležitostí vychází manažerská společnost z podnikatelského plánu podávajícího základní informace o investičním záměru, přičemž pouze malé procento je následně skutečně realizováno. Podmínkou kvalitního portfolia fondu je přijatelně velký počet rozmanitých předkládaných záměrů dle oblasti podnikání, fáze vývoje společnosti a tvorby investičních zdrojů. Údaje uvedené v podnikatelském plánu jsou citlivé povahy a možnost jejich zveřejnění ohrožuje konkurenceschopnost společnosti. Z tohoto důvodu je žádoucí podepsání prohlášení o zachování mlčenlivosti, resp. smlouvy o ochraně důvěrných informací ze strany potenciálního investora. Při klasifikaci podnikatelských záměrů vychází manažerská společnost z uvedených kritérií:<sup>32</sup>

- **Výrobek nebo služba s potenciálem tvorby hodnoty pro zákazníka** spočívající v konkurenční výhodě či mimořádné vlastnosti. Předpokladem zhodnocení investice rizikového kapitálu je očekávaná míra expanze firmy, která se zjišťuje formou objektivního ohodnocení aktuálního postavení podniku na trhu, potenciálu růstu tohoto trhu a podílu firmy na něm.
- **Kvalifikované a loajální vedení společnosti** a panující vzájemná důvěra mezi zástupci fondu a klientskou společností. Zástupci fondu zpravidla provádějí pouze

---

<sup>31</sup> NÝVLTOVÁ, R. a M. REŽŇÁKOVÁ, Mezinárodní kapitálové trhy – zdroj financování, s. 112-113.

<sup>32</sup> Tamtéž, s. 114.

monitoring a kontrolu společnosti, pouze v případě nutnosti odborníka v řízení společnosti fond deleguje svého zástupce do jejího vedení.

- **Potenciální výnos** a podstupované riziko, jež jsou srovnávány s požadavky investorů fondu a alternativními podnikatelskými záměry.
- Z hlediska schopnosti reinvestování výnosu je posuzována **délka investování a snadný exit ze společnosti**.
- Z hlediska zájmu dosavadních vlastníků na uskutečnění podnikatelského záměru jejich **osobní finanční vklad**, i když ve srovnání s fondem nižším, ukazuje na úsilí investovat svůj čas, schopnosti i peněžní prostředky do dalšího rozvoje společnosti.

### 1.6.3 Výběr a realizace investice

Po předběžné prověrce podnikatelského plánu a jeho konfrontaci se záměry a požadavky fondu je možno získat ucelený dojem o schopnostech jeho předkladatelů. Již v této fázi je vyhovující podnikatelský záměr zpravidla předkládán manažerskou společností investičnímu výboru fondu k předběžnému souhlasu. V případě vyslovení předběžného souhlasu je předložena oficiální investiční nabídka informující klienta za jakého předpokladu, jakou částkou a v jaké struktuře je fond ochoten investici uskutečnit. V dalším stádiu je podnikatelský plán podroben důkladnému prověřování (due diligence), jehož cílem je nezávisle testovat údaje o předkladateli záměru a analyzovat technickou a finanční proveditelnost tohoto záměru. Dále v této fázi dochází k prověřování dokladů o právním statutu klientské společnosti, jejích vlastníků a manažerů. Zároveň je obvyklé do prověřování zapojit externí konzultanty. Investiční manažeři mají v tomto okamžiku dostatek informací pro závazné rozhodnutí o investici či jejím zamítnutí, přičemž stále značný počet požadavků bývá odmítnut. Pro tuto fázi je charakteristický proces strukturování investice, nebo-li jednání o výši, časovém rozložení a statutu finančních prostředků. V případě vysoké požadované částky investice může dojít k syndikaci, tj. spojení několika investorů. Při strukturování investice je také obvyklé rozdělení finančního vstupu investora jednak v podobě investice do základního kapitálu, ale zároveň v podobě poskytnutí podřízeného úvěru. Dle předešlých jednání s klientem a výsledků prověřování zpracuje manažerská společnost investiční návrh, k němuž se vyslovuje

investiční výbor fondu. Je-li investiční návrh schválen, dochází k projednávání textu smlouvy a následně jejího podepsání a převedení finančních prostředků na účet uvedený ve smlouvě.<sup>33</sup>

#### 1.6.4 Monitorování investice a řešení krizových situací

Na rozdíl od vstupu finančního investora, vstup rizikového a rozvojového kapitálu do společnosti je podmíněn delegací investičních manažerů fondem do orgánů řídicí struktury investovaného podniku. Zástupci fondů zpravidla běžnou činnost klientské společnosti pouze monitorují na základě pravidelně podávaných zpráv a působí zejména jako finanční, obchodní či organizační poradci. Aktivně se však účastní přijímání strategických rozhodnutí. Při provádění monitoringu společnosti investiční manažeři porovnávají dosahované hodnoty s hodnotami doporučenými, které vycházejí z ukazatelů finanční analýzy doplněných o další potřebná data, např. počet reklamací. Případný rozdíl mezi dosaženými ukazateli a doporučenými hodnotami předznamenává existenci určitých problémů, na které je nutno upozornit a společně se snažit zjištěné odchylky eliminovat.<sup>34</sup>

Za situace nepodařené eliminace nebezpečných odchylek a současné stagnace hodnoty investovaného kapitálu je nutné zjistit původ daného problému, zda jde o příčinu vnější nebo vnitřní povahy. Potíže způsobené vnějšími vlivy (např. neočekávaným vývojem trhu) spadají pod podnikatelská rizika, která nelze ovlivnit. V tomto případě je vhodné ponechat řešení krize na stávajícím managementu za ztřeštěného dohledu zástupců fondu a přemýšlet o předčasném výstupu z klientské společnosti. Jestliže management společnosti není schopen plnit svou funkci, jedná se o vnitřní příčinu krize a investiční manažeři fondu jsou nuceni dočasně převzít řízení klientské společnosti a zároveň hledat nové schopné manažery. Jedním z možných řešení je rekonstrukce managementu, která spočívá ve výměně některých nebo dokonce všech předních pozic v klientské společnosti. Dalším existujícím řešením je předání řízení společnosti strategickému partnerovi v podobě odprodeje části akcií nebo podílů klientské společnosti podniku působícímu ve stejném

<sup>33</sup> DVOŘÁK, I. a P. PROCHÁZKA, Rizikový a rozvojový kapitál, s. 94-97.

<sup>34</sup> NÝVLTOVÁ, R. a M. REŽŇÁKOVÁ, Mezinárodní kapitálové trhy – zdroj financování, s. 116-117.

oboru. V podstatě se jedná o urychlený výstup investičních manažerů fondu ze společnosti, přestože tímto odprodejem nedojde k požadovanému zhodnocení investice. Za nejlepší, avšak také nejnákladnější, lze považovat řešení spočívající v předání řízení klientské společnosti profesionální specializované firmě. Poradenské firmy specializující se na krizový management disponují potřebným know how a jsou schopny převzít vedení klientské společnosti na dobu nezbytně nutnou k nalezení nového managementu společnosti. V případě, že se snaha o restrukturalizaci a revitalizaci společnosti nevydaří, je jediným možným řešením likvidace klientské společnosti a alespoň částečná záchrana investovaných peněžních prostředků.<sup>35</sup>

### 1.6.5 Dezinvestice

Plánování odchodu ze společnosti je nedílnou součástí původního rozhodnutí investovat. Cílem investora je přispět k rozvoji společnosti, který mu umožní vysoké zhodnocení vložených peněžních prostředků odprodejem části svého podílu. Stejně jako u vstupu investora rizikového a rozvojového kapitálu do společnosti se prováděné ocenění při částečném nebo úplném exitu liší v závislosti na typu operace, počtu disponovaných akcií, odvětví, ve kterém společnost působí, a také na charakteristikách společnosti.<sup>36</sup> Inkasovaný výnos z exitu je vyplácen jednak investorům fondu, dále použit jako odměna manažerské společnosti, ale hlavně využit jako reinvestice kapitálu do dalších výnosných projektů fondu.<sup>37</sup> Strategie exitu ze společnosti se liší v závislosti na velikosti podniku, odvětví, ve kterém působí, a na fázi rozvoje společnosti. Existuje několik různých způsobů exitu investora ze společnosti.

---

<sup>35</sup> DVOŘÁK, I. a P. PROCHÁZKA, Rizikový a rozvojový kapitál, s. 100-102.

<sup>36</sup> EVCA. *Guide on Private Equity and Venture Capital for Entrepreneurs* [online]. Brussels: European Private Equity and Venture Capital Association, ©2007, s. 33, 35 [vid. 2012-01-12]. Dostupné z: [http://www.evca.eu/uploadedFiles/Home/Toolbox/Introduction\\_Tutorial/EVCA\\_PEVCguide.pdf](http://www.evca.eu/uploadedFiles/Home/Toolbox/Introduction_Tutorial/EVCA_PEVCguide.pdf)

<sup>37</sup> NÝVLTOVÁ, R. a M. REŽŇÁKOVÁ, Mezinárodní kapitálové trhy – zdroj financování, s. 117.

### **Prodej strategickému partnerovi**

Takto realizovaný prodej, také označovaný jako fúze či akvizice, je často používaný způsob vystoupení ze společnosti a odkazuje na prodej akcií společnosti průmyslovému investorovi. Strategickému partnerovi umožňuje takto realizovaný prodej začlenit společnost do své obchodní činnosti a získat touto akvizicí významný synergický efekt, za který je ochoten zaplatit i určitou prémii navíc. Tyto prodeje se zpravidla sjednávají v soukromí za zavřenými dveřmi k dosažení větší odolnosti kupujícího i prodávajícího vůči vnějším tlakům. Udržení transakce v tajnosti je vhodné i z důvodu špatné interpretace zákazníků, dodavatelů a zaměstnanců společnosti, kteří mohou vnímat prodej negativně. Tyto negativní signály ještě zesílí v případě selhání vyjednávání o prodeji. Výjimkou z pravidla mlčenlivosti je aukční prodej. Pokud není v sázce reputace prodávajícího a pokud má operace garanci úspěchu díky dobré pozici na trhu, může být aukční prodej organizován investičním bankovním specialistou. Zároveň by měla být zajištěna spravedlivá hospodářská soutěž mezi potenciálními kupci podléhajícími v této otázce přísným postupům.<sup>38</sup>

### **Zpětné odkoupení**

Zpětné odkoupení společnosti jejím managementem se stále více prosazuje jako způsob exitu ze společnosti. Jedná se o velmi atraktivní výstup jak pro investičního manažera, tak pro manažery společnosti v případě, že společnost může zajistit pravidelné peněžní toky a je schopna dosáhnout na potřebný úvěr pro získání prostředků na odkup. V případě zpětného odkoupení je velice důležitá otázka účetních a daňových aspektů, které je nutno pečlivě prostudovat.<sup>39</sup>

### **Refinancování**

Pokud společnost dosáhla původně zamýšleného stádia vývoje nebo současný vývoj společnosti již neodpovídá investičním kritériím fondu, investor prodá svůj podíl jinému dalšímu investorovi. Tato situace nastává též v případě, jestliže finanční podpora potřebná k udržení rozvoje společnosti překročila kapacitu fondu. Rovněž fond sám může ukončovat

---

<sup>38</sup> EVCA. *Guide on Private Equity and Venture Capital for Entrepreneurs* [online]. Brussels: European Private Equity and Venture Capital Association, ©2007, s. 33 [vid. 2012-01-12]. Dostupné z: [http://www.evca.eu/uploadedFiles/Home/Toolbox/Introduction\\_Tutorial/EVCA\\_PEVCguide.pdf](http://www.evca.eu/uploadedFiles/Home/Toolbox/Introduction_Tutorial/EVCA_PEVCguide.pdf)

<sup>39</sup> Tamtéž, s. 34

svou činnost a potřebuje nakládat s finálními investicemi pro uspokojení svých investorů a dodržet vlastní podmínky a předpisy. Výhoda této strategie spočívá v umožnění výstupu ze společnosti, pokud společnost odmítá prodej strategickému partnerovi či vstup na burzu.<sup>40</sup>

### **Veřejný úpis akcií – IPO (Initial Public Offering)**

Veřejná nabídka akcií je procesem, kdy neveřejně obchodovaná firma emituje své akcie na registrované burze a stává se společností obchodovatelnou. Z pohledu investora rizikového a rozvojového kapitálu se jedná o umístění jeho podílu ve společnosti na burzu. Pro každou společnost však není veřejný úpis akcií vhodnou volbou. Je nezbytné zvážit celou řadu okolností včetně sebekritického zhodnocení dosavadní podnikatelské činnosti a určení dlouhodobých záměrů v souladu s primární emisí akcií. Výhodou vstupu společnosti na burzu je především zajištění dlouhodobých finančních zdrojů a žádné zatížení budoucími platbami, ale také výhodnější spojení zájmů vlastníků a manažerů, posílení postavení společnosti na trhu, značná likvidita aktiv vlastníka a vyšší transparentnost a dozor kapitálovým trhem. V neposlední řadě je IPO nejvýnosnějším způsobem odchodu investora ze společnosti v porovnání s ostatními možnostmi. Za nevýhody lze naopak považovat vyšší vynaložené náklady v porovnání s ostatními způsoby exitu ze společnosti, tržní kolísání akciového kurzu, možnost snížení kontroly původních vlastníků společnosti a s ní spojená hrozba konkurenčního převzetí, taktéž pak značné informační povinnosti.<sup>41</sup>

### **Likvidace**

Tato zřejmě nejméně příznivá možnost nastává, pokud úsilí vedení společnosti a investičního manažera za účelem záchrany podniku neuspěje.<sup>42</sup>

---

<sup>40</sup> EVCA. *Guide on Private Equity and Venture Capital for Entrepreneurs* [online]. Brussels: European Private Equity and Venture Capital Association, ©2007, s. 34 [vid. 2012-01-12]. Dostupné z: [http://www.evca.eu/uploadedFiles/Home/Toolbox/Introduction\\_Tutorial/EVCA\\_PEVCguide.pdf](http://www.evca.eu/uploadedFiles/Home/Toolbox/Introduction_Tutorial/EVCA_PEVCguide.pdf)

<sup>41</sup> KISLINGEROVÁ, E., et al, *Inovace nástrojů ekonomiky a managementu organizací*, s. 102.

<sup>42</sup> EVCA. *Guide on Private Equity and Venture Capital for Entrepreneurs* [online]. Brussels: European Private Equity and Venture Capital Association, ©2007, s. 35 [vid. 2012-01-12]. Dostupné z: [http://www.evca.eu/uploadedFiles/Home/Toolbox/Introduction\\_Tutorial/EVCA\\_PEVCguide.pdf](http://www.evca.eu/uploadedFiles/Home/Toolbox/Introduction_Tutorial/EVCA_PEVCguide.pdf)



### 1.6.6 Finanční a kapitálové toky v procesu financování

V počáteční fázi procesu financování rizikovým a rozvojovým kapitálem předchází konečnému rozhodnutí o investici podrobné prozkoumání podnikatelského záměru a interní audit klientské společnosti. Za tuto aktivitu si může manažerská společnost účtovat od fondu již při podpisu smlouvy o financování určitý poplatek. Ve smlouvě bývá formulována nejen výše investice, ale také struktura jejího financování, kdy fond rizikového a rozvojového kapitálu poskytuje peněžní prostředky po určitých etapách. Obsahem smlouvy bývá i způsob nakládání s vytvořeným ziskem. Ten zpravidla neslouží k vyplacení dividend, primárním cílem jak původních vlastníků, tak fondu je pouze další expanze společnosti. V dalším průběhu procesu investování mezi fondem a klientskou společností k peněžním tokům nedochází. Dle objemu spravovaných aktiv v klientské společnosti inkasuje manažerská společnost od fondu poplatky za správu těchto investic zhruba v rozmezí 2-3 % dle velikosti fondu. Navíc manažerské společnosti náleží i podíl z dosaženého zhodnocení kapitálu, který tvoří zhruba 20 % výnosů fondu. Dále může manažerská společnost inkasovat i poplatky od klientských společností např. v podobě výdajů na technické zajištění nerealizovaných investic nebo honorářů za členství v orgánech investovaného podniku. Při realizaci exitu ze společnosti dochází k zhodnocení investovaného kapitálu a dosažený výnos je rozdělen mezi investory, manažerskou společnost a fond, který tuto redistribuci provede. Fond rizikového a rozvojového kapitálu při své investici očekává minimální zhodnocení ve výši 9-10 % z původně investované částky, zbývající výnosy jsou pak rozděleny, jak bylo uvedeno výše, mezi investory a manažerskou společnost dle předem dohodnutých pravidel. Po odečtení všech poplatků se čistá výnosnost fondu pohybuje mezi 15-20 %.<sup>43</sup>

## 1.7 Shrnutí

Rizikový a rozvojový kapitál jako alternativní forma financování podporuje rozvoj malých a středních podniků, pro které je běžný bankovní úvěr nedosažitelný a jež disponují

---

<sup>43</sup> NÝVLTOVÁ, R. a M. REŽŇÁKOVÁ, Mezinárodní kapitálové trhy – zdroj financování, s. 119-120.

podnikatelským plánem s potenciálem rychlého růstu v daném odvětví. Dle fáze vývoje financované společnosti lze rozčlenit rizikový a rozvojový kapitál na zárodečný kapitál, startovní kapitál, financování počátečního rozvoje, rozvojové financování, záchranné financování, náhradní financování a transakční financování. Hlavními aktéry na trhu rizikového a rozvojového kapitálu jsou primární investoři, fondy rizikového a rozvojového kapitálu, manažerské společnosti a klientské společnosti. Primárními investory bývají především institucionální investoři, jako jsou banky či penzijní fondy, částky od investorů se sdružují ve fondech rizikového a rozvojového kapitálu, činnost těchto fondů pak spravuje manažerská společnost. Klientské společnosti nebo také cílové společnosti představují zájemce o investici. Investice probíhá formou navýšení základního kapitálu a vstupem investora do společnosti, po zhodnocení dochází k odprodeji vlastněného podílu a realizaci zisku. Úspěšným příkladem financování rizikovým kapitálem je např. firma Google, z českých např. Zentiva nebo Grisoft – výrobce antivirového programu AVG.

Dle výzkumu provedeného Evropskou asociací rizikového a rozvojového kapitálu<sup>44</sup>, uskutečněného prostřednictvím dotazníkového šetření a zabývajících se sociálním a ekonomickým dopadem rizikového kapitálu v Evropě, vyplynula důležitost a cena tohoto typu investice pro hospodářství a společnost jako celek. Jedním z významných zjištění studie bylo, že 95 % společností by bez podpory rizikového kapitálu nemohlo existovat či se rozvíjelo jen velice pomalu, či, že za přispění rizikového kapitálu v průměru naroste počet pracovních míst v jedné společnosti na 46. Rozvinutost a vyspělost odvětví rizikového kapitálu tak přispívá k růstu ekonomiky a její zaměstnanosti, zvýšení výkonnosti a produktivity podniků a tím i plynoucích výhod pro stát v podobě vybraných daní z nově založených prosperujících společností a nižšího počtu občanů, závislého na sociální podpoře. Následující kapitola je věnována Evropě v souvislosti s rozvinutostí rizikového a rozvojového kapitálu, jejímu stavu a vývoji v posledních letech, jakož i porovnání s vyspělejšími Spojenými státy americkými.

---

<sup>44</sup> EVCA. *Survey of the Economic and Social Impact of Venture Capital in Europe* [online]. Brussels: European Private Equity and Venture Capital Association, ©2002, [vid. 2012-10-12]. Dostupné z: [http://www.evca.eu/uploadedFiles/Home/Knowledge\\_Center/EVCA\\_Research/Economical\\_Impact/EconomicImpactofVentureCapital.pdf](http://www.evca.eu/uploadedFiles/Home/Knowledge_Center/EVCA_Research/Economical_Impact/EconomicImpactofVentureCapital.pdf)

## 2 Rizikový a rozvojový kapitál v Evropě

Významnou roli v oblasti trhu rizikového a rozvojového kapitálu zaujímají asociace, nezisková obchodní sdružení založená na národních či nadnárodních úrovních. Svou činností významně zasahují do celé řady aktivit spjatých s venture kapitálovým trhem, proto je těmto organizacím věnován prostor v této i dalších kapitolách. V první části kapitoly je tedy stručně zmíněna Evropská asociace private equity a rizikového kapitálu (EVCA), jakožto významný subjekt pro trh private equity a venture kapitálu (dále jen PE/VC) v Evropě. Větší pozornost je následně věnována porovnání trhu evropského a amerického. Další oddíl kapitoly se zabývá aktuálním vývojem evropského trhu PE, poté je v závěru kapitoly nastíněn právní a daňový rámec PE financí v Evropě, včetně hodnocení daňových systémů na národních úrovních.

Hlavním zdrojem pro hodnocení a srovnání private equity v Evropě byly statistiky pod záštitou EVCA, kde vyvstává řada limitujících faktorů, které je pro úplnost nutno uvést. V první řadě míra pokrytí tohoto šetření nemůže být plně stoprocentní už z důvodu, že ne všechny subjekty na trhu uveřejňují své údaje. Zadruhé ve svých statistikách, které EVCA každoročně zveřejňuje, uvádí 2 přístupy – průmysl a trh. Průmyslová (odvětvová) statistika zachycuje činnosti, které byly zrealizovány domácími soukromými investory, zatímco tržní statistika pokrývá aktivity, učiněné na daném území. V případě porovnávání údajů od různých poskytovatelů vyvstává problém různých vymezení pro private equity a rizikový kapitál ve světě. Proto v souladu s EVCA bude dále v práci užívána definice pro venture kapitál jako termín zahrnující zárodečné, startovní a rozvojové financování, zatímco private equity jako zastřešující pojem jednak pro rizikový kapitál, ale také záchranné financování, náhradní financování a manažerské odkupy.

## 2.1 EVCA

Evropská asociace private equity a venture kapitálu byla založena na podnět Evropské komise v roce 1983 se sídlem v Bruselu. EVCA zastupuje sektor private equity s více jak 1 200 členy po celé Evropě, je vedena správní radou a výkonným výborem. Činnost EVCA pokrývá celé spektrum private equity od venture kapitálu (zárodečného, startovního i rozvojového) po manažerské odkupy. Hlavní role asociace spočívá v zastupování zájmů odvětví před regulačními orgány a tvůrci norem, ve vývoji profesionálních standardů napomáhajícím ve sladění zájmů investorů a společností, dále v organizování iniciativ, školení a fór profesního rozvoje, stejně jako v usnadnění spolupráce mezi jejími členy a klíčovými účastníky v odvětví, mezi něž patří institucionální investoři, podnikatelé, zákonodárci a akademici. Rovněž EVCA vyvíjí snahu zvyšovat povědomí o klíčové roli venture kapitálu ve vytváření nových pracovních míst, monitoruje vývoj trhu a provádí výzkumy, tím se tak stává důležitým zdrojem informací v oblasti rizikového kapitálu a private equity.<sup>45</sup>

## 2.2 Komparace evropského a amerického trhu venture kapitálu

Průmysl rizikového kapitálu vznikl v USA a pomalu se šířil po celém světě. Jak americký trh venture kapitálu zrál, začalo se toto odvětví teprve objevovat v Evropě. Koncem 70. let 20. století byla Velká Británie a Irsko jedněmi z prvních evropských zemí lákajících investory rizikového kapitálu. První fondy rizikového kapitálu byly obvykle zřízeny jako pobočky amerických firem a vycházely především z amerických znalostí a zkušeností. Kontinentální Evropa následovala na začátku let osmdesátých, kde byly fondy rizikového kapitálu často zřízeny velkými tuzemskými bankami. Zatímco odvětví rizikového kapitálu v Evropě těsně sledovalo americký model, rozdílly v institucionálním prostředí a daňových

---

<sup>45</sup> EUROPEAN PRIVATE EQUITY AND VENTURE CAPITAL ASSOCIATION. *About EVCA* [online]. ©2012 EVCA.EU, [vid. 2012-10-12]. Dostupné z: <http://www.evca.eu/about/default.aspx?id=402>

zákonech upravujících VC investice způsobily velmi odlišný vývoj evropského VC trhu oproti USA.<sup>46</sup>

Při pohledu na trh rizikového kapitálu jak v Evropě, tak v USA rapidně vzrostl v letech 1999 a 2000. Avšak zatímco v USA VC trhy zažily prudký pokles v letech 2001 a 2002, evropský trh zůstal poměrně silný a vlastně předběhl USA, pokud jde o celkové financování činností v letech 2004 a 2005. Nutno brát však stále v úvahu, že uvedený přehled není zcela adekvátním srovnáním z důvodu již výše uvedených rozdílů v chápání pojmu rizikového kapitálu v Evropě a Spojených státech. S použitím definice venture kapitálu jako investic do počátečních i pozdních fází rozvoje vyjma odkupů je ale stále zřejmé, že veřejné i soukromé zájmy o rizikový kapitál a celkově objem aktivit spojených s venture kapitálem v posledních letech v Evropě rostl. Nicméně výkonnost evropských fondů rizikového kapitálu stále zaostává za jejich americkými protějšky. Například výpočty Venture Economics ukazují, že od počátku venture kapitálového odvětví v Evropě na počátku roku 1980 do roku 2007 měl průměrný evropský VC fond roční výnos ve výši mínus 4 procenta oproti 16 procentům průměrného amerického VC fondu.<sup>47</sup>

### 2.2.1 Evropské akciové trhy pro malé podniky

Pokud financovaná firma dosáhne bodu, kdy může vstoupit na akciový trh, investoři realizují zisk a dochází k exitu z firmy. Alternativou způsobu výstupu ze společnosti je prodej firmy jiné společnosti, či jinému venture kapitálovému fondu. V USA jsou obě exitové strategie užívány stejně často. Naproti tomu v Evropě, které až donedávna chyběl likvidní nadnárodní akciový trh, který by byl na stejné úrovni jako v USA trh NASDAQ (National Association of Securities Dealers Automated Quotations), se výstup ze společnosti realizuje způsobem prodeje jiné společnosti nebo jinému fondu rizikového kapitálu, nikoliv však veřejným úpisem akcií a vstupem na burzu. Nedostatek vhodných

---

<sup>46</sup> GREGORIOU, G., M. KOOLI and R. KRAEUSSEL. *Venture capital in Europe*. 1st ed. Oxford: Elsevier, 2007, s. 3-4. ISBN 978-0-7506-8259-6.

<sup>47</sup> TYABJI, H. and V. SATHE. *Venture capital firms in Europe vs. America: The under performers* [online]. Ivey Business Journal, March/April 2011, [vid. 2012-07-20]. Dostupné z: <http://www.iveybusinessjournal.com/topics/global-business/venture-capital-firms-in-europe-vs-america-the-under-performers>

výstupních míst je často považován za jeden z hlavních důvodů, proč evropský trh rizikového kapitálu zaostává za USA.<sup>48</sup>

Zásadní příčina nedostatku výstupních míst leží v nízké likviditě místních akciových trhů. I když evropské země jako Belgie, Francie, Německo, Itálie, Nizozemí nebo Velká Británie mají specificky zaměřené trhy pro malé a střední začínající firmy, čelí podnikatelé v těchto zemích významným finančním překážkám. Na rozdíl od USA mají totiž institucionální investoři v Evropě tendenci soustředit své investice do větších kapitalizací akcií. Většina evropských zemí navíc zakazuje investování penzijních fondů do fondů rizikového kapitálu. Další problém vyplývá ze skutečnosti, že mnohé obchody s evropskými malými podniky nejsou nezávislé. Se dvěma a více podniky pod kontrolou mají manažeři tendenci podporovat větší a více prominentní obchody. Ve svém důsledku investoři venture kapitálu v Evropě raději exitují prostřednictvím akvizice místo veřejné nabídky akcií, preferovaného výstupu v USA.<sup>49</sup>

V reakci na tento nedostatek vznikl v roce 1996 trh EURO.NM (EURO Neuer Markt), mezinárodní burza specializovaná na mladé podniky, která umožňovala příhraniční obchod v Belgii, Francii, Německu, Nizozemí a Itálii. Dalším pokusem o založení mezinárodního akciového trhu byl trh EASDAQ (European Association of Securities Dealers Automated Quotation), který vznikl ve stejném roce jako EURO.NM, hlavní sídlo měl v Bruselu a byl organizován ve 14 zemích Evropy. Účelem EASDAQ bylo poskytnout mladým firmám širší škálu finančních prostředků, než může typický akciový trh v Evropě nabídnout. Na rozdíl od EURO.NM, EASDAQ rostl pouze nevýznamným tempem. Nakonec byl EASDAQ získán americkým NASDAQ a pojmenován NASDAQ Europe. Společnosti uvedené na burze NASDAQ Europe jsou obecně větší a čelí tvrdším požadavkům, co se kotace a zveřejňování týče. Za zmínku stojí ještě Neuer Markt založený v roce 1997 burzou ve Frankfurtu, poté, co ale praskla bublina akciového trhu, byl Neuer Markt zrušen a založen nový s novými podmínkami pro vstup pod názvem Entry Standard. Ten byl vytvořen v roce 2005 podle trhu AIM v Londýně, jenž byl velmi úspěšný i při poklesu trhů

---

<sup>48</sup> GREGORIOU, G., M. KOOLI and R. KRAEUSSEL, Venture capital in Europe, s. 3-4.

<sup>49</sup> Tamtéž, s. 9.

v roce 2003 a 2004, a má za cíl taktéž malé a střední podniky s několika požadavky pro kotaci na burzu.<sup>50</sup>

### 2.2.2 Intervence vlády

Vzkvétající odvětví rizikového kapitálu má pozitivní dopad na ekonomický růst země a její trh práce. Jako důsledek má mnoho vlád zájem o propagaci jeho trhu. Evropské a americké trhy venture kapitálu prošly zřetelným vývojem v posledních letech, ne vždy zakončené úspěchem.

Existuje mnoho cest podpory podnikatelů a venture kapitálu vládou. Jednou z možností je poskytnutí přímé finanční podpory začínajícím firmám. Například vláda USA navrhla program OPIC (Overseas Private Investment Corporation), pod kterým nabízí americkým společnostem působícím se svými projekty v zahraničí záruky za půjčky a úvěry pro malé podnikatele, projektové financování a pojištění proti rizikům. Vysoké daňové sazby mohou být vážnou překážkou pro ekonomický růst, snižováním daní tak může vláda poskytnout zásadní katalyzátor pro vznik a úspěch mladých začínajících podniků. Na rozdíl od USA má většina evropských zemí daně z kapitálových zisků na úrovni 60 % nebo vyšší, čímž znesnadňují vznik a expanzi nových ventures. Vlády by neměly pouze vytvářet vhodná místa k exitu pro VC investory, ale také účinné likvidační strategie v případě, že by investice neobstála, jak bylo plánováno. Evropa i USA mají dobře vytvořenou legislativu úpadku, existují však značné rozdíly, které činí evropské úpadkové právo výrazně přísnějším, kdy manažeři v Evropě čelí přísným sankcím v případě zpoždění podání zprávy o úpadku od určitého bodu. Příkladem může být Francie, kde manažeři mohou nést osobní odpovědnost za dluhy firmy v případě nepodání návrhu na konkurz do 15 dnů od vzniku platební neschopnosti.<sup>51</sup>

Jako forma státní podpory rizikového kapitálu existuje v USA už od poloviny minulého století Program SBIC (The Small Business Investment Company Program), který funguje

---

<sup>50</sup> GREGORIOU, G., M. KOOLI and R. KRAEUSSEL, Venture capital in Europe, s. 9-10.

<sup>51</sup> Tamtéž, s. 10-11.

na principu poskytování garancí investorů rizikového kapitálu pro refinancování na veřejných trzích. Investiční společnost, která vyhoví kvalifikačním předpokladům, pak získá licenci SBIC, podle jejíchž pravidel musí investovat pouze do MSP (nesmí v nich dosáhnout majoritního podílu), investice se však nesmí týkat realit a společností finančních služeb. V dalších kapitolách budou představeny další formy přímé státní podpory v evropských zemích, především v kontrastu s Programem SBIC iniciativa Evropské unie pod názvem JEREMIE, jejíž užití souvisí i s Českou republikou.<sup>52</sup>

### 2.2.3 Earlybird Venture Capital

Earlybird Venture Capital je jedním z nejúspěšnějších evropských investorů rizikového kapitálu, jenž investuje do inovativních, rychle rostoucích technologií služeb s vysokým potenciálem růstu na mezinárodních trzích. Portfolio Earlybird v současné době zahrnuje více než 20 společností, rovněž pak řadu internetových a mediálních firem. Od svého založení Earlybird investoval do více než 70 společností, které podnítily významné inovace v podnikání a technologii.

Earlybird v kontrastu s negativním vnímáním evropského rizikového kapitálu vydal v červenci 2011 zprávu<sup>53</sup> poukazující na srovnatelné, ne-li vyšší zisky evropských fondů rizikového kapitálu než jejich protějšky v USA v posledních dvou letech, tedy 2009 a 2010. Earlybird analyzoval údaje z EVCA, Dow Jones Venture Source a jeho vlastního fondu, přičemž dospěl ke zjištění, že navzdory negativnímu vnímání evropského rizikového kapitálu dosáhla Evropa lepších výsledků u klíčových ukazatelů poprvé v historii oproti Spojeným státům. Zpráva například ukazuje na poměrově vyšší účinnost kapitálu v Evropě oproti USA, stejně tak na částku 15 miliard dolarů investovanou v Evropě představující polovinu z 30 miliard dolarů investovaných v USA během stejného období. Od roku 2005 bylo realizováno v Evropě 14 exitů spadajících do start-up

---

<sup>52</sup> TOMAN, P. a L. KOUSALOVÁ. Státní podpora venture kapitálu v České republice. *Journal of Competitiveness* [online]. Zlín: Fakulta managementu a ekonomiky UTB ve Zlíně, 2011, č. 1, s. 121 [vid. 2012-10-15]. ISSN 1804-1728. Dostupné z: <http://www.cjournal.cz/files/51.pdf>

<sup>53</sup> BRANDIS, H. and J. WHITMIRE. *Earlybird Europe Venture Capital Report* [online]. Earlybird Venture Capital, July 2011 [vid. 2012-07-20]. Dostupné z: <http://www.slideshare.net/earlybirdjason/earlybird-europe-venture-capital-report>



financování v hodnotě větší než 1 miliarda dolarů, mezi nimi například lucemburský Skype, švédská open source společnost MySQL, britská platforma na sportovní sázení Betfair a německý online hypoteční zprostředkovatel Interhyp. Jason Whitmire, jeden z autorů zprávy, pak poukazuje na notorickou plachost evropských podnikatelů a investorů v prosazování sebe sama jako důvod, proč se zpráva nedostala na veřejnost, zdůrazňuje rovněž realitu skvělých příležitostí pro rizikový kapitál v Evropě.<sup>54</sup> Pozitivní výsledky současného evropského VC trhu částečně stvrzuje následující kapitola věnovaná aktuálnímu vývoji.

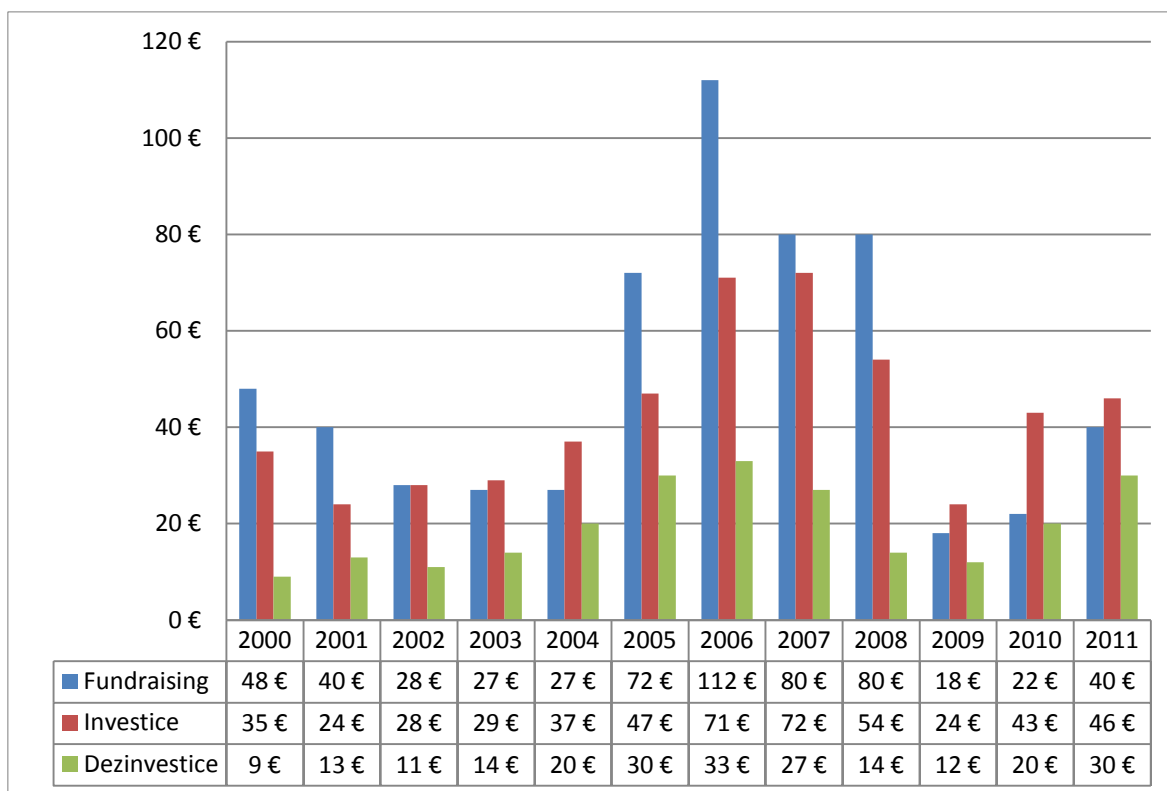
## 2.3 Aktuální vývoj evropského trhu

Za období minulého desetiletí vykazoval trh evropského soukromého kapitálu nejvyšší růstové tendence v letech 2005-2007. Posléze se do odvětví private equity přenesl vývoj na finančních trzích a v roce 2009 se projevil v hlubokém propadu veškerých aktivit. Trend roku 2011 ovšem stvrzuje oživení na investičních trzích a zvyšuje naději na dlouhodobé zlepšení. Nejnovější výsledky meziročního šetření EVCA<sup>55</sup> ukazují na vysoké investice fondů private equity a rizikového kapitálu v době ekonomické krize v Evropě. Následující *obrázek 7* zobrazuje souhrnnou statistiku činností private equity a rizikového kapitálu za období 2000-2011 v členění na fundraising, investice a dezinvestice, vše v miliardách eur.

---

<sup>54</sup> TECHJOURNAL. *Venture capital performance in Europe outperforming U.S., report says* [online]. Techjournal, ©2011, [vid. 2012-07-20]. Dostupné z: <http://www.techjournal.org/2011/07/venture-capital-performance-in-europe-outperforming-u-s-report-says>

<sup>55</sup> Oddíl zpracován dle údajů z Ročenky EVCA: EVCA. *EVCA Yearbook 2012* [online]. Brussels: European Private Equity and Venture Capital Association, ©2012, [vid. 2012-07-27]. Dostupné z: [http://www.evca.eu/uploadedfiles/home/knowledge\\_center/evca\\_research/Yearbook\\_2012\\_Presentation\\_EVCA\\_Public\\_120530.pdf](http://www.evca.eu/uploadedfiles/home/knowledge_center/evca_research/Yearbook_2012_Presentation_EVCA_Public_120530.pdf)



Obrázek 7: Přehled činností private equity a rizikového kapitálu v letech 2000-2011 v Evropě v mld. €

Zdroj: EVCA. *EVCA Yearbook 2012* [online]. European Private Equity and Venture Capital Association, ©2012, s. 4 [vid. 2012-07-27]. Dostupné z: [http://www.evca.eu/uploadedfiles/home/knowledge\\_center/evca\\_research/Yearbook\\_2012\\_Presentation\\_EVCA\\_Public\\_120530.pdf](http://www.evca.eu/uploadedfiles/home/knowledge_center/evca_research/Yearbook_2012_Presentation_EVCA_Public_120530.pdf)

Fundraising představuje objem upsaného kapitálu PE fondy od primárních investorů a naznačuje tím tak vývoj investic v dalších letech. Investice jsou objemem realizovaných investic do klientských společností. Dezinvestice pak představují poslední krok v procesu financování rizikovým a rozvojovým kapitálem a determinují úspěšnost celé investice. Všechny tyto sledované aktivity vykázaly v roce 2011 oproti roku předchozímu růst, dezinvestice dokonce téměř dvojnásobný. Investováno bylo kupříkladu kolem 46 miliard eur, tj. nejvyšší objem investic od roku 2008 a zároveň návrat na úroveň roku 2005.

### Fundraising

Při pohledu na poslední sledovaný rok 2011 se ve srovnání s rokem 2010 zvýšila hodnota upsaného kapitálu evropskými fondy pro rizikový kapitál a private equity o 80 % a odpovídá tak svojí výši roku 2001, přičemž VC přispěl tomuto trendu 50% nárůstem v porovnání s rokem 2010. Z hlediska objemu svěřených prostředků patří k největším

investorům do VC fondů státní instituce, soukromí a také korporátní investoři, do PE fondů investují z větší části penzijní fondy, banky a fondy fondů. Z hlediska zdrojů prostředků pochází 65 % celkových nových prostředků z evropských zemí a okolo 35 % ze zbytku světa.<sup>56</sup>

### **Investice**

Hodnota investic private equity zaznamenala v roce 2011 6% nárůst oproti předchozímu roku a představovala zhruba 46 miliard eur, z celkové investované částky pak odkupy činily 91 %. V roce 2011 obdrželo investice více než 4 800 firem v Evropě, z nichž malé a střední podnikání je zodpovědné za 85 % s průměrnou výší investice na společnost v hodnotě 3 miliony eur. Více než 60 % těchto investic je přičítáno rizikovému kapitálu, pokud jde o počet podniků.<sup>57</sup> Oblíbenými cílovými odvětví byly podle počtu investovaných společností v roce 2011 počítačová a spotřební elektronika, biotechnologie a komunikace představující společně 50 % z celkového počtu. Při zaměření se na stádium financování vykazuje rizikový kapitál specifickou sektoru (biologické vědy, počítače a spotřební elektronika, komunikace), odkupy pak větší homogenitu. Další informace o podílech jednotlivých sektorů na rizikovém a rozvojovém kapitálu v Evropě a rovněž údaje o investicích dle jednotlivých fází rozvoje se nachází v Příloze D.

### **Dezinvestice**

Objemu prodejů je v roce 2011 přisuzována částka 30 miliard eur ve srovnání s 20 miliardami eur v předchozím roce a dosahuje téměř vrcholu, který nastal v roce 2006. Tento nárůst byl vyvolán segmentem odkupů spojeným s aktivitou PE fondů, jenž představovaly 92 % z celkového objemu. Více než polovina sumy pochází z penzijních fondů, bank a fondů fondů. Bylo prodáno 2000 firem, poměr rizikového kapitálu a manažerských odkupů byl zhruba stejný, ve srovnání s rokem 2010 však tento počet představuje nižší hodnotu. Nejvíce preferovaným exitem byl obchodní prodej a sekundární prodeje, které společně představovaly více než 60 % trhu, co se prodané částky týče. Konkrétní objemy dezinvestic v členění na jednotlivé druhy jsou uvedeny v Příloze E.

---

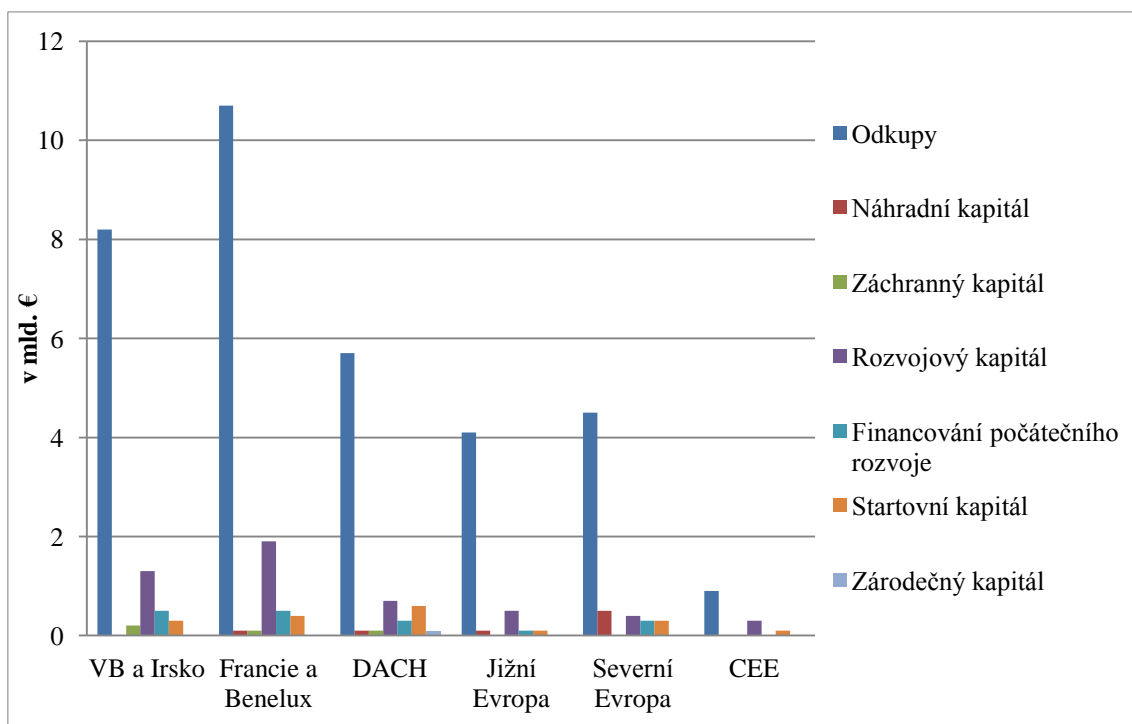
<sup>56</sup> Více ohledně podílu jednotlivých primárních investorů na fundraisingu v roce 2011 se nachází na *obrázcích 4 a 5* v kapitole 1.5.1, další souhrnné statistiky k objemu upsaného kapitálu fondy rizikového a rozvojového kapitálu lze nalézt v Příloze C.

<sup>57</sup> Podíly dalších typů soukromého kapitálu jsou uvedeny v kapitole 1.4 na *obrázcích 2 a 3*.

Dle počtu společností proběhlo úhrnem nejvíce prodejů v sektorech obchodní a průmyslové výroby, počítačové a spotřební elektroniky, dále pak potřebitelské výroby a maloobchodu. Z hlediska prodejů byly nejvýznamnějšími obory pro VC fondy biotechnologie a komunikace, zatímco pro private equity to byla oblast obchodních a průmyslových služeb.

### 2.3.1 Srovnání vybraných zemí Evropy

Při rozdělení Evropy do 6 regionů (Velká Británie a Irsko, Francie a Benelux, DACH, Jižní Evropa, Severní Evropa a CEE) na obrázku 8 vyčnívá co do objemu veškerých uskutečněných investic region Francie a Benelux. Objemy investic jsou pro jednotlivé regiony dále členěny na zárodečný kapitál, startovní kapitál, financování počátečního rozvoje, rozvojový kapitál, záchranný kapitál, náhradní kapitál a odkupy.



Obrázek 8: Objemy realizovaných investic rizikového a rozvojového kapitálu v regionech Evropy v roce 2011

Zdroj: EVCA. *EVCA Yearbook 2012* [online]. European Private Equity and Venture Capital Association, ©2012, s. 25 [vid. 2012-07-27]. Dostupné z: [http://www.evca.eu/uploadedfiles/home/knowledge\\_center/evca\\_research/Yearbook\\_2012\\_Presentation\\_EVCA\\_Public\\_120530.pdf](http://www.evca.eu/uploadedfiles/home/knowledge_center/evca_research/Yearbook_2012_Presentation_EVCA_Public_120530.pdf)

Francie a Benelux představují tedy celkem nejvyšší investovanou částku ve výši 13,7 miliard eur<sup>58</sup>. Na druhém místě figuruje Velká Británie společně s Irskem, kde objem investic činil celkem 10,5 miliard eur. Třetí místo pak patří regionu DACH<sup>59</sup>, následuje severní<sup>60</sup> a jižní<sup>61</sup> Evropa a nakonec region CEE<sup>62</sup>. Pro všechny regiony Evropy pak platí významný podíl odkupů, zároveň tak na druhé straně nevýznamné procento předstartovního financování. Při pohledu na ostatní stadia financování lze vidět určité odlišnosti. Například severní Evropa vede co do objemu náhradního financování ve výši 0,5 miliard eur, pro region DACH je pak typický téměř shodný objem startovního kapitálu s rozvojovým kapitálem ve výši 0,6 miliard eur pro startovní a 0,7 miliard eur pro rozvojový kapitál, který jinak obsazuje druhou pozici ve všech regionech.

Vhodnějším ukazatelem pro srovnání míry rozvinutosti rizikového a rozvojového kapitálu v rámci Evropy je jeho podíl na HDP. V této kategorii vyniká zejména Velká Británie, Švédsko, Lucembursko a Francie. V případě investic braných podle původu investora (průmyslová statistika) představuje Velká Británie jako jediná podíl přesahující 1 % HDP. Ovšem z hlediska tržní statistiky je nejvíce investováno do společností ve Švédsku, kde podíl na HDP dosahuje téměř 0,9 %. Jedná se však o celou oblast private equity, pokud by byl brán v úvahu pouze rizikový kapitál, tak v případě průmyslové statistiky výrazně předbíhá všechny ostatní země Lucembursko s více jak 0,2 %, následované Švédskem a Dánskem. V tržní statistice rizikového kapitálu v podílu na HDP pak dominuje Švédsko, Dánsko a Velká Británie. Česká republika dosahuje v rámci Evropy podprůměrných hodnot ve všech kritériích, nejlépe si stojí v rámci průmyslové statistiky rizikového a rozvojového kapitálu. Pokud by se vzal v úvahu pouze venture kapitál, ČR by si o pár příček ještě pohoršila.<sup>63</sup>

---

<sup>58</sup> Jedná se o tržní statistiku, tzn. investice je zařazena do určitého regionu podle cílové společnosti, do které je investováno, tedy nikoliv dle původu investora.

<sup>59</sup> DACH: Německo, Rakousko a Švýcarsko

<sup>60</sup> Dánsko, Finsko, Norsko a Švédsko

<sup>61</sup> Řecko, Itálie, Španělsko, Portugalsko

<sup>62</sup> CEE: Bulharsko, Česká republika, Estonsko, Maďarsko, Litva, Lotyšsko, Polsko, Rumunsko, Slovensko a Slovinsko

<sup>63</sup> Více je uvedeno v Příloze F.

Dle výzkumu Rajchlové a Baranykové<sup>64</sup>, který hodnotil dlouhodobé vhodné podmínky pro financování PE/VC v evropských zemích, vykazala nejvyšší hodnocení Francie v rámci posledního sledovaného roku. V následující *tabulce 1* jsou uvedeny vybrané země s výsledným hodnocením. Sledovány byly oblasti: současná komplexní situace země, podmínky pro fondy investičních společností investující PE/VC, penzijní fondy, struktura fondů, daňové a právní podmínky pro investiční společnosti a daňové a právní podmínky pro podniky jako příjemce PE/VC, přičemž každá z těchto podmínek byla hodnocena známkou od 1 do 3<sup>65</sup>.

*Tabulka 1: Hodnocení podmínek pro financování PE/VC ve vybraných evropských zemích*

Země	Podmínky pro financování PE/VC v roce 2008	Podmínky pro financování PE/VC v roce 2006	Podmínky pro financování PE/VC v roce 2004	Podmínky pro financování PE/VC v roce 2003
Švédsko	2,02	2,12	2,05	2,09
Velká Británie	1,45	1,46	1,26	1,20
Nizozemí	1,63	1,60	1,76	1,79
Francie	1,23	1,36	1,89	2,09
Maďarsko	1,84	1,83	1,86	nehodnoceno
Belgie	1,33	1,51	1,82	2,08
Španělsko	1,58	1,52	1,96	2,17
Česká republika	2,40	2,21	2,12	nehodnoceno
Německo	2,18	2,15	2,37	2,41
Irsko	1,32	1,27	1,53	1,58
Itálie	1,96	1,72	1,86	1,96
Rumunsko	2,27	2,35	nehodnoceno	nehodnoceno
Polsko	1,95	2,16	2,13	nehodnoceno
Slovensko	2,33	2,17	2,49	nehodnoceno
Estonsko	2,06	2,08	nehodnoceno	nehodnoceno

Zdroj: RAJCHLOVÁ, J. a M. BARANYKOVÁ. *Legislativní a institucionální bariéry rozvoje financování private equity a venture kapitálem v České republice* [online]. Brno: Vysoké učení technické v Brně, ústav financí, 2011, s. 4-5 [vid. 2012-11-29]. Dostupné z: [http://www.konference.fbm.vutbr.cz/workshop/papers/papers2011/finance/Rajchlova\\_Baranykova.pdf](http://www.konference.fbm.vutbr.cz/workshop/papers/papers2011/finance/Rajchlova_Baranykova.pdf)

<sup>64</sup> RAJCHLOVÁ, J. a M. BARANYKOVÁ. *Legislativní a institucionální bariéry rozvoje financování private equity a venture kapitálem v České republice* [online]. Brno: Vysoké učení technické v Brně, ústav financí, 2011, s. 4 [vid. 2012-11-29]. Dostupné z:

[http://www.konference.fbm.vutbr.cz/workshop/papers/papers2011/finance/Rajchlova\\_Baranykova.pdf](http://www.konference.fbm.vutbr.cz/workshop/papers/papers2011/finance/Rajchlova_Baranykova.pdf)

<sup>65</sup> 1 znamená nejlepší úroveň podmínek, 3 znamená nevyhovující úroveň podmínek

Výborné výsledky v roce 2008 dosahovalo i Irsko společně s Velkou Británií. V rámci zemí středovýchodní Evropy dopadlo nejlépe Polsko a Maďarsko, naopak Česká republika v posledním sledovaném roce skončila v hodnocení na posledním místě se známkou 2,4.

## 2.4 Právní a daňový rámec private equity v EU

V oblasti rozvoje private equity a venture kapitálu hrají zákonodárci zásadní roli z důvodu existující celosvětové silné vazby mezi daňovými zákony a trhem private equity naznačujícími vztah mezi daňovými benefity a zároveň objemem růstu private equity ve společnosti. Navzdory úsilí o vytvoření standardizovaného právního prostředí přetrvávají mezi zeměmi EU mnohé rozdíly.

Podle pravidel EU je PE považován za finanční činnost, firmy private equity tak musí být v souladu s předpisy, které upravují celý evropský finanční systém. Finančními investory uzákoněnými EU pro vytvoření kapitálové investice jsou banky, investiční firmy a uzavřené podílové fondy (nebo limited partnership založené na modelech Velké Británie nebo USA). Ovšem u bank a investičních firem, které se zabývají zprostředkováním úvěrů a dalšími činnostmi, jsou investice do kapitálu pouze jednou z vykonávaných činností. V rámci fondů rizikového a rozvojového kapitálu existují rozdíly mezi fondy samotnými a fondy „investory“ díky existující řadě konkrétních vnitrostátních právních předpisů v celé Evropě, které dohlíží nad investory fondů.<sup>66</sup> Přes pokusy o standardizaci regulačního přístupu v EU může být použito v každé zemi jako prostředek pro realizaci private equity investice několik finančních institucí. Po celé Evropě je však viditelný dvojitý systém: limited partnership model (podobně jako ve Velké Británii a USA) a model AMC fondů.<sup>67</sup>

Portfolia investorů private equity a venture kapitálu, jakož i jiných investorů, jsou strukturována formou diverzifikace za účelem snížení rizika ve prospěch zisku a jsou silně

---

<sup>66</sup> CASELLI, S. *Private Equity and Venture Capital in Europe: Markets, Techniques, and Deals*. 1st ed. Oxford: Elsevier, 2010, s. 41-42. ISBN 978-0-12-375026-6.

<sup>67</sup> Tamtéž, s. 59.

ovlivňována institucionálními a regulačními činiteli, kde má zdanění zásadní význam. Jak bylo zmíněno, neexistuje na úrovni EU žádný soudržný rámec pro private equity. V důsledku je fiskální politika uskutečňována a soukromý kapitál regulován na národní bázi ve většině členských států, přestože určité směrnice EU nepřímou ovlivňují odvětví private equity jako MiFID, UCITS, Směrnice penzijních fondů nebo Směrnice o kapitálových požadavcích. Definovat daňový systém pro investice private equity je tak dosti obtížné. V obecném pojetí lze vládní politiku podporující rozvoj rizikového a rozvojového kapitálu rozlišit na přímou a nepřímou, přičemž obě se soustřeďují spíše na stranu nabídky, tedy na stranu finančních institucí, nikoliv podnikatele. Jak zmínění podnikatelé, tak finanční instituce vkládají do společného obchodu mnoho sil, podnikatelé především svým zaměřením na technologické aspekty a vývoj nového produktu, zatímco finanční instituce poskytují na základě svých zkušeností manažerskou podporu prosazující rozvoj firmy. Třeba pro úplnost dodat, že každá z těchto stran bývá obvykle zdaněna rozdílně.<sup>68</sup>

## 2.5 Podpora venture kapitálu v EU

Jednou z existujících forem podpory rizikového kapitálu Evropské unie je iniciativa Evropské komise, Evropské investiční banky a Evropského investičního fondu pod názvem JEREMIE, jež se prostřednictvím strukturálních fondů pro programovací období 2007-2013 zaměřuje na zdokonalení přístupu MSP k finančním prostředkům. Plánem iniciativy, která byla vytvořena na základě Lisabonské strategie, je celková pomoc ke zvýšení dostupnosti kapitálu v Evropě s přispěním k růstu zaměstnanosti. V současnosti probíhá druhá fáze, kdy regulační orgány využívající rámec JEREMIE rozhodují o alokaci zdrojů do holdingového fondu, jenž by měl být kvalifikovanou finanční institucí na národní úrovni. Dle rozhodnutí řídicích orgánů může být řízením holdingového fondu pověřena státní finanční instituce, sám Evropský investiční fond či nepřímou prostřednictvím veřejné zakázky zvolená jiná finanční instituce. Hlavní funkce holdingového fondu spočívá ve tvorbě konkrétních kritérií investování, vyhodnocení a selekci finančních zprostředkovatelů, dále také úzce spolupracuje s řídicím orgánem

---

<sup>68</sup> CASELLI, S., Private Equity and Venture Capital in Europe: Markets, Techniques, and Deals, s. 82-83.



a informuje je o své činnosti, takto má řídicí orgán přístup k celé řadě aktivit. Zdroje holdingového fondu musí být z min. 75 % pokryty z prostředků Evropského fondu pro regionální rozvoj (ERDF), ostatní prostředky mohou pocházet ze státního rozpočtu nebo od soukromých investorů. Za výhody iniciativy JEREMIE lze považovat flexibilitu holdingového fondu v rozdělení prostředků na různé produkty v závislosti na aktuální poptávce a podle místních či regionálních požadavků. Dalšími výhodami jsou trvalá podpora MSP díky revolvingovému charakteru holdingového fondu, zapojení finančního sektoru a jeho zkušeností, v neposlední řadě také neutralita Evropského investičního fondu.<sup>69</sup>

## 2.6 Shrnutí

Většina zemí Evropy nedisponuje příliš příznivými podmínkami pro vznik a udržení mladých začínajících podniků v porovnání se Spojenými státy americkými. Přes několik vládních pokusů o poskytování daňových úlev a odpovídající infrastruktury, která by umožnila mladým firmám se prosadit a vybudovat si určitou pozici, jsou evropské soukromé i veřejné trhy s vysoce rizikovými společnostmi stále nepříliš rozvinuté. Významné místo na evropském trhu private equity zaujímá především rozvojové financování, zatímco USA se soustřeďuje na financování rizikové. Tento směr je dán především opatrností evropských investorů, kteří inklinují k méně rizikovým a tedy bezpečnějším stádiím rozvoje cílových společností. Jiným specifikem, konkrétně zemí Evropské unie, je angažovanost Evropské komise a taktéž místních vlád.

Nejistota způsobená světovou ekonomickou krizí ovlivnila v posledních letech evropský trh private equity, ovšem tento sektor prokazuje již dlouhodobě schopnost reagovat na negativní ekonomický vývoj díky své flexibilitě a zejména podnikatelskému přístupu. Právě podnikatelský přístup, ale také inovace, hledání nových odvětví a trhů mohou být hlavními faktory pro úspěch sektoru private equity v Evropě. Následující část je věnována

---

<sup>69</sup> TOMAN, P. a L. KOUSALOVÁ. Státní podpora venture kapitálu v České republice. *Journal of Competitiveness* [online]. Zlín: Fakulta managementu a ekonomiky UTB ve Zlíně, 2011, č. 1, s. 121-124 [vid. 2012-10-15]. ISSN 1804-1728. Dostupné z: <http://www.cjournal.cz/files/51.pdf>

2 nejvýznamnějším evropským zemím v oblasti rizikového a rozvojového kapitálu, Velké Británii a Francii, dále pak Německu a regionu CEE pro jejich vzájemnou komparaci.

### 3 Rizikový a rozvojový kapitál ve vybraných evropských zemích

Většina investic rizikového a rozvojového kapitálu se realizuje na trzích vyspělých zemí, především Spojených států a Kanady, Evropské unie a Japonska. V předchozí kapitole část věnující se Evropě a Spojeným státům vyzdvihovala rozdíl v zaměření investic na fázi vývoje cílových společností, kde Evropa zaostává v investicích do raných fází stádia. Nejbližší americkému trhu je v tomto směru Velká Británie, které je věnována první část této kapitoly. Další část je věnována Francii, jakožto druhému největšímu trhu rizikového a rozvojového kapitálu v Evropě. Následující část řeší rizikový a rozvojový kapitál v Německu. Poslední oddíl kapitoly se zaměřuje na oblast střední a východní, respektive jihovýchodní Evropy, region CEE.

#### 3.1 Velká Británie

Velká Británie je největším trhem PE/VC v Evropě, v celosvětovém měřítku obsazuje v rámci investičních aktivit druhé místo za Spojenými státy. Hlavním důvodem rozvinutosti tohoto odvětví v Británii jsou velice příznivé podmínky jak pro investory, tak i pro investované společnosti. Británie profituje zejména z dlouhé historie investování v zemi a dobře nastavené legislativy, kdy např. penzijní fondy nejsou omezovány v umisťování svých prostředků oproti kontinentální Evropě. I proto je Velká Británie oceňována jako jedno z nejpříznivějších míst pro investice v rámci Evropy.

##### 3.1.1 BVCA

Britská asociace private equity a venture kapitálu (BVCA) je hlavním subjektem odvětví a obhájcem veřejné politiky v oblasti PE/VC ve Velké Británii. Hlavním cílem asociace je porozumění, srozumitelnost a transparentnost kolem všech aktivit svých členů, podpora průmyslu pro podnikatele a investory, jakož i vládu, EU, odbory, mezinárodní média

a širokou veřejnost. Řádné členy BVCA tvoří více než 230 firem, které celkem spravují přes 200 miliard liber, dále pak téměř 300 členů přidružených – profesionálních poradenských firem, včetně právních, účetních a daňových poradců, podnikových finančníků, due diligence odborníků apod.

Od svého založení před více než 25 lety se Británie stala během tohoto období jedním z předních center PE na světě, i právě díky úsilí asociace propagovat a představovat toto odvětví veřejnosti. Venture kapitál je např. za některými špičkovými inovacemi přicházejícími z Velké Británie, jako jsou lékařské diagnostické služby užívané v nemocnicích, čipy v mobilních telefonech nebo bioethanolová paliva, stejně tak private equity stojí za celou řadou značek, jako jsou Boots, Birds Eye, Phones4U a Travelodge.<sup>70</sup>

Jak britská ekonomika stagnovala v roce 2011, tak zůstala konstantní i činnost PE/VC, kdy údaje o objemech investic členů BVCA ukazují na investovanou částku ve výši 18,6 miliard liber<sup>71</sup>, což je o něco méně než v roce 2010, kdy investice dosahovaly 20,4 miliard liber, ačkoli počet investovaných společností zůstal jako v roce 2010 mírně přes tisíc. Celkem 489 firem získalo rizikový kapitál od členů BVCA v roce 2011 v hodnotě 492 miliónů liber, většina investic byla prováděna ve Velké Británii, společně tyto investice do rizikového kapitálu představovaly 47 % všech společností, které obdržely financování. Nepatrné zvýšení zaznamenal rozvojový kapitál z 3 477 miliónů liber v roce 2010 na 3 657 miliónů liber v roce 2011, i když z většiny šlo o investice uskutečněné mimo Británii, významnější růst však zaznamenalo náhradní financování z 2 939 miliónů liber na 5 406 miliónů liber v roce 2011. Naopak v oblasti odkupů investice výrazně poklesly, přestože počet investovaných společností zůstal konstantní, což poukazuje na posun k menším transakcím.<sup>72</sup>

---

<sup>70</sup>BRITISH PRIVATE EQUITY & VENTURE CAPITAL ASSOCIATION. *Our mission* [online].  
© BVCA 2012, [vid. 2012-10-11]. Dostupné z: <http://www.bvca.co.uk/About-BVCA/features/OurMission>

<sup>71</sup> Částka investovaná celkem členy BVCA

<sup>72</sup> BVCA. *Private Equity and Venture Capital Report on Investment Activity in 2011* [online]. London: British Private Equity & Venture Capital Association, 2012, s. 3 [vid. 2012-10-10]. Dostupné z: [http://admin.bvca.co.uk/library/documents/RIA\\_2011.pdf](http://admin.bvca.co.uk/library/documents/RIA_2011.pdf)

### 3.1.2 Stav trhu PE/VC

Předchozí hodnocení investic se omezuje pouze na členy BVCA a je měřeno v librách, proto pro úplnost komparace s ostatními zeměmi bude užito statistik EVCA<sup>73</sup> měřených v eurech obsahujících navíc tržní statistiky, které vzhledem ke způsobu měření BVCA chyběly v předchozím přehledu. Porovnáváno je období od roku 2007 do 2011 v členění na fundraising, investice a dezinvestice, poslední zmíněné investice a dezinvestice dále z pohledu země cílové společnosti (tržní statistika) a z pohledu země investora (statistika odvětví), v *tabulce 2* je dále doplněn i objem venture kapitálu pro fundraising a investice.

*Tabulka 2: Činnost private equity trhu ve Velké Británii v období 2007-2011 v tis. €*

Statistika odvětví (podle země investora)					
	2007	2008	2009	2010	2011
Fundraising celkem	46 250 930	47 231 350	5 634 980	9 038 600	16 470 470
Fundraising pro VC	1 604 570	1 046 490	574 710	561 210	610 180
Investice celkem	34 533 359	22 745 670	9 052 107	19 364 841	19 526 071
Investice do VC	1 563 903	1 862 183	878 152	811 288	818 355
Dezinvestice celkem	12 139 738	5 291 139	4 970 507	9 790 666	12 501 290
Tržní statistika (podle země cílové společnosti)					
	2 007	2 008	2 009	2 010	2 011
Investice celkem	19 804 523	13 197 905	4 736 854	12 755 711	10 223 787
Investice do VC	1 470 494	1 492 001	771 787	758 347	788 094
Dezinvestice celkem	7 621 343	3 434 815	2 817 162	6 191 910	6 113 088

Zdroj: EVCA. *Yearbook 2012 – Europe and Country Tables (UK)* [online]. Brussels: European Private Equity and Venture Capital Association, © May 2012 [vid. 2012-09-25]. Dostupné z: [http://www.evca.eu/uploadedfiles/home/press\\_room/Yearbook\\_2012\\_EUROPE&COUNTRY\\_Tables.xls](http://www.evca.eu/uploadedfiles/home/press_room/Yearbook_2012_EUROPE&COUNTRY_Tables.xls) (modifikováno)

Objem upsaného kapitálu britskými fondy oproti předchozím dvěma letům od vzniku hospodářské krize výrazně vzrostl, ovšem investice zůstaly konstantní. Nejrozšířenějším primárním investorem v Británii jsou dlouhodobě penzijní fondy<sup>74</sup>, druhým nejvýznamnějším investorem v roce 2011 se staly banky, které vykázaly oproti předchozím

<sup>73</sup> Tato část kapitoly vychází a je zpracována dle údajů Evropské asociace venture kapitálu a private equity: EVCA. *Yearbook 2012 – Europe and Country Tables (UK)* [online]. Brussels: European Private Equity and Venture Capital Association, © May 2012 [vid. 2012-09-25]. Dostupné z: [http://www.evca.eu/uploadedfiles/home/press\\_room/Yearbook\\_2012\\_EUROPE&COUNTRY\\_Tables.xls](http://www.evca.eu/uploadedfiles/home/press_room/Yearbook_2012_EUROPE&COUNTRY_Tables.xls)

<sup>74</sup> Penzijní fondy v roce 2011 v podílu 23,2 %

rokům významný růst<sup>75</sup>, podobně i státní investiční fondy zvýšily svoje procento<sup>76</sup>, naopak stabilní pozici udržující se dosud nad deseti procenty zaujímají fondy fondů<sup>77</sup>. Geograficky byly v Británii zdrojem fondů v roce 2011 pouze cca z 50 % evropské primární investoři (z toho britští 29 %), zbytek zdrojů pocházel mimo Evropu či nebyl znám.

Přestože se venture kapitál podílel na investicích britských fondů v roce 2011 pouze 4 %, počet firem financovaných venture kapitálem dosahoval téměř 50 %, důvodem tohoto trendu jsou již zmíněné poměrově nižší objemy investic do rizikového kapitálu v porovnání s odkupy, které dosahují i několikanásobně vyšší sumy. Nutno dále podotknout, že počet financovaných firem zůstává dlouhodobě konstantní, což potvrzuje celoevropský trend snižujících se objemů investic na cílovou společnost. Největší objem investic směřuje, jak z pohledu britských investorů, tak z pohledu britských investovaných společností, do oblasti komunikací, počítačové a spotřební elektroniky a biologických věd. Investice směřují od britských investorů ze 72 % do místních podniků. Z pohledu tržní statistiky je situace podobná té odvětvové, objem investic do britských společností mírně klesl, přičemž venture kapitál se podílí na objemu investic zhruba 8 %, investice mířily do celkem 638 společností, z nichž přes 50 % tvořily investice venture kapitálu.

Trend dezinvestic z pohledu statistiky odvětví má rostoucí charakter, v případě tržní statistiky však zůstal objem dezinvestic v posledních 2 letech konstantní. Nejužívanějším způsobem exitu britských private equity firem je obchodní prodej s 36 %, dále pak prodej jiné private equity firmě s 23 %, dezinvestice formou odepsání 17,6 % a s 11,5 % veřejný úpis akcií. Z tržní statistiky hlavní formou exitu je odepsání s 35,2 %, dále obchodní prodej s 29,5 %, prodej jinému private equity domu s 22,2 %, zbytek obdrželo nevýznamné procento (pod 5 %).

V shrnutí byl rok 2011 rokem stagnace, hledajícím příznaky trvalého hospodářského růstu, které se nenaplnily, otázkou pro rok 2012 zůstává, zda bude podobný předchozímu roku či zda se vrátí důvěra potřebná pro nové významné investice. Především britská právní

---

<sup>75</sup> Banky v roce 2010 v podílu 5%, v roce 2011 v podílu 20,7%

<sup>76</sup> Státní investiční fondy v roce 2010 v podílu 5,6%, v roce 2011 v podílu 15,9%

<sup>77</sup> Fondy fondů v roce 2011 v podílu 12,3%

a regulační struktura spolu s vysoce kvalifikovanou poradenskou komunitou pomáhá Británii zůstat předním místem provádějícím investice PE/VC po celém světě.

### 3.1.3 Právní a daňový rámec private equity financí

Ve Velké Británii nejsou kapitálové investice regulovány právními předpisy, systém je založen na zvykovém právu a obecné tezi samoregulujícího se trhu jako prvku více důležitým a silnějším než je regulace finančních subjektů. Investice soukromého kapitálu ve Velké Británii tak není na rozdíl od evropského rámce považována za finanční službu a je bez dohledu zákonodárců.<sup>78</sup>

Daňová sazba pro britské společnosti činí 28 %, pro malé a střední podniky platí nižší sazba ve výši 21 %. Od září 2009 neexistuje ve Velké Británii systém osvobození od daně, pouze systém výpočtu slev na dani. Úplné osvobození od dividend je k dispozici pouze rezidentním společnostem přijímajícím tyto zdroje také od společností – rezidentů. Dividendy přijaté ze zahraničí jsou zdaněny, přičemž je započtena částka zaplacená již v zahraničí. Obecně platí, že kapitálové zisky jsou zdaněny, výjimka existuje pro firmy disponující značnou výší vlastnických podílů, konkrétně podílů nejméně 10 % při době držení v délce nejméně 12 měsíců. Pro oblast výzkumu a vývoje jsou k dispozici určité pobídky, ale pouze u některých výdajů. Převod ztráty do dalších let je bez omezení, převod zpět je připuštěn na 1 rok. Britský finanční systém nezná srážkovou daň u dividend. Úroky a licenční poplatky placené nerezidentům jsou zdaněny 20 %, avšak daňové smlouvy a směrnice EU můžou částku snížit. Zdanění fyzických osob zahrnuje veškeré příjmy, včetně kapitálových zisků a úroků. Daňová sazba je progresivní až do výše 40 %, přičemž dividendy od britských společností jsou daněny sazbou 25 % a kapitálové zisky 18 %.<sup>79</sup>

---

<sup>78</sup> CASELLI, S., *Private Equity and Venture Capital in Europe: Markets, Techniques, and Deals*, s. 65-66.

<sup>79</sup> Tamtéž, s. 91-92.

## 3.2 Francie

Francouzský trh private equity je největším trhem v kontinentální Evropě a zároveň třetím největším na světě, jeho podíl představuje na evropském trhu celkem 20%. Private equity podporuje značnou část pracovních míst ve Francii a představuje tak jeden z hlavních faktorů růstu francouzské ekonomiky.

### 3.2.1 AFIC

Francouzská asociace private equity (AFIC) byla založena v roce 1984. AFIC je asociací uznávanou Francouzským finančním trhem (AMF). Aby mohly být správcovské společnosti certifikovány AMF, musí být zároveň členy AFIC. V současnosti ji tvoří 270 aktivních členů zabývajících se všemi druhy soukromých kapitálových aktivit: venture-kapitálové firmy (FCR), fondy rizikového kapitálu (FCPR), inovační fondy (FCPI), místní inovační fondy (FIP), poradenské firmy, fondy fondů, investiční společnosti atd. Mimo aktivní členy slučuje AFIC přes 200 přidružených členů z celé řady souvisejících profesí: konzultantů, advokátů, účetních, auditorů či bankéřů, kteří podporují podnikatele a investory v oblasti vzájemných činností. Hlavní činností asociace je zastupovat a podporovat odvětví private equity před institucionálními investory, veřejností a tvůrci veřejné politiky. Dále prostřednictvím svých členů zajišťuje různá školení, výzkumné studie a statistiky či monitoring vývoje v oblasti daní, práva a regulačních procesů. Kromě předešlých aktivit pomáhá AFIC skrze probíhající diskuze zlepšit financování ekonomiky, především pak pro malé podniky s cílem podpory hospodářského růstu i podnikatelského ducha.<sup>80</sup>

---

<sup>80</sup> AFIC. *French Private Equity Association* [online]. [vid. 2012-10-02]. Dostupné z: [http://www.afic.asso.fr/Website/site/eng\\_accueil.htm](http://www.afic.asso.fr/Website/site/eng_accueil.htm)



### 3.2.2 Stav trhu PE/VC

Pro srovnávané období 2007-2011 v členění na fundraising, investice a dezinvestice<sup>81</sup> v následující tabulce 3 dosáhla Francie v posledním roce zvýšení objemu u všech vykazovaných aktivit, v případě dezinvestic dosáhla dokonce svého maxima.

Tabulka 3: Činnost private equity trhu ve Francii v období 2007-2011 v tis. €

Statistika odvětví (podle země investora)					
	2007	2008	2009	2010	2011
Fundraising celkem	6 852 820	8 775 890	2 216 270	4 465 360	6 054 180
Fundraising pro VC	819 090	1 020 300	447 670	874 190	1 114 240
Investice celkem	12 105 204	8 516 707	3 444 903	5 939 080	9 249 059
Investice do VC	914 977	1 187 533	924 355	844 221	729 981
Dezinvestice celkem	3 821 308	2 463 680	1 506 093	3 755 822	5 668 576
Tržní statistika (podle země cílové společnosti)					
	2007	2008	2009	2010	2011
Investice celkem	12 137 532	8 892 020	3 141 084	6 605 949	9 566 245
Investice do VC	1 008 240	1 176 828	840 853	756 243	636 349
Dezinvestice celkem	3 998 254	2 560 255	2 117 560	3 719 207	5 642 645

Zdroj: EVCA. *Yearbook 2012 – Europe and Country Tables (FR)* [online]. Brussels: European Private Equity and Venture Capital Association, © May 2012 [vid. 2012-09-25]. Dostupné z: [http://www.evca.eu/uploadedfiles/home/press\\_room/Yearbook\\_2012\\_EUROPE&COUNTRY\\_Tables.xls](http://www.evca.eu/uploadedfiles/home/press_room/Yearbook_2012_EUROPE&COUNTRY_Tables.xls) (modifikováno)

Výše upsaného kapitálu pro investice private equity dosáhla v roce 2011 6 miliard eur, přičemž téměř 20 % mířilo do rizikového kapitálu. Většina upsaného kapitálu pocházela od investorů typu: fondy fondů<sup>82</sup>, soukromí investoři<sup>83</sup>, vládní agentury<sup>84</sup> a penzijní fondy<sup>85</sup>. Ovšem podíl primárních investorů se v uvedeném období výrazně změnil, vládní agentury nabyly na svém významu až v posledních 2 sledovaných letech, zatímco například banky dosahují jen přes 5% podíl oproti roku 2008 s podílem 22 %. Z geografického hlediska

<sup>81</sup> Tato část kapitoly vychází a je zpracována dle údajů Evropské asociace venture kapitálu a private equity: EVCA. *Yearbook 2012 – Europe and Country Tables (FR)* [online]. Brussels: European Private Equity and Venture Capital Association, © May 2012 [vid. 2012-09-25]. Dostupné z: [http://www.evca.eu/uploadedfiles/home/press\\_room/Yearbook\\_2012\\_EUROPE&COUNTRY\\_Tables.xls](http://www.evca.eu/uploadedfiles/home/press_room/Yearbook_2012_EUROPE&COUNTRY_Tables.xls)

<sup>82</sup> Fondy fondů v roce 2011 v podílu 16,4 %

<sup>83</sup> Soukromí investoři v roce 2011 v podílu 15,4 %

<sup>84</sup> Vládní agentury v roce 2011 v podílu 15,0 %

<sup>85</sup> Penzijní fondy v roce 2011 v podílu 14,8 %

prostředky pocházely ve větší míře z Evropy, konkrétně ze 44 % přímo z Francie a z 24 % z ostatních evropských zemí.

Objemy investic vzrostly v roce 2011 jak z pohledu tržní, tak odvětvové statistiky přesahující 9 miliard eur. V uvedeném roce francouzské fondy investovaly do celkem 889 společností, z nichž přes 50 % bylo financováno formou rizikového kapitálu, které ovšem obdržely pouze 8 % celkových private equity investic. Celkem 83 % investic francouzských fondů mířilo do Francie, nejhojněji do oblasti komunikací, biotechnologií, počítačů a spotřební elektroniky, taktéž však do sféry spotřebitelské výroby a maloobchodu. V tržní statistice dosahují investice podobných částek jako průmyslová statistika, jak bylo již dříve uvedeno, taktéž sféry, do kterých prostředky směřovaly, se neliší. Počet francouzských firem, které obdržely financování private equity v roce 2011, byl 772, z nichž 45 % financovaných rizikovým kapitálem. Vzhledem ke skutečnosti, že počet financovaných firem zůstává dlouhodobě celkem stabilní, získaly francouzské společnosti v posledním roce relativně vyšší objemy investic.

Dezinvestice dosahovaly v roce 2011 přes 5,6 miliard eur, kdy došlo k výraznému nárůstu od roku 2007. Nejčastěji užívaným způsobem exitu ve Francii obecně byl prodej jinému private equity domu, obchodní prodej a odprodej formou emise akcií.<sup>86</sup>

### 3.2.3 Právní a daňový rámec private equity financí

Francie zajišťuje financování private equity skrz několik struktur:

“Fonds commun de placement à risques” (FCPR)

“Fonds commun de placement dans l’innovation” (FCPI)

“Fonds d’investissement de proximité ” (FIP)

“Société de capital-risque” (SCR)

---

<sup>86</sup> Průmyslová statistika (2011): prodej jinému private equity domu – 35,1 %, obchodní prodej – 28,4 %, emise akcií 26 %. Tržní statistika (2011): prodej jinému private equity domu – 37 %, obchodní prodej – 26 %, emise akcií – 25,9 %

První tři jsou organizovány jako fondy kolektivního investování, zatímco SCR jsou obchodní společnosti, které se rozhodly pro zvláštní daňový režim se specifickými požadavky. Mezi těmito možnostmi je nejběžnější formou FCPR, jedná se o uzavřený fond, který není samostatným subjektem – nedisponuje právní způsobilostí uzavírat smlouvy, a tak jakékoli dohody na jméno FCPR jsou prováděny manažerskou (správcovskou) společností. Správcovské společnosti musí být schváleny Autorité des Marchés de France (AMF) a musí být v souladu s organizačními a obchodními pravidly pro zajištění ochrany investorů a legality transakcí. Vlastní kapitál musí být ve výši minimálně 125 000 eur a po schválení musí být kdykoli roven nebo vyšší než 125 000 eur + 0,02 % krát spravovaná aktiva přesahující 250 000 eur, druhou podmínkou je rovněž rovnost či výše vlastního kapitálu vyšší než 25 % celkových nákladů předešlého roku. Kromě toho musí dále FCPR a SCR splňovat několik kvót týkajících se investovaných prostředků.<sup>87</sup>

Přestože základní sazba daně pro firmy činí 33 % a pro některé platí navíc přírážka ve výši 3,3 %, existují určité výhody pro malé a střední podniky či nově založené firmy. Pokud se na firmu nevztahuje systém osvobození od daně, podléhají dividendy a kapitálové zisky základní sazbě a přírážce. Osvobození od daně se použije v případě, pokud činí podíl na základním kapitálu alespoň 5 % a doba držení je minimálně 2 roky. Případné ztráty francouzských společností mohou být uznávány pouze po dobu 3 let od vzniku ztráty. Nejvíce pobídek se dotýká investic do vědy a výzkumu, které jsou obvykle povoleny jako daňové úlevy. Systém srážkové daně závisí především na přítomnosti daňových smluv nebo na směrnici EU č. 2003/49/EC (EC Interest and Royalty Directive) umožňující snížení částky při platbách mezi členskými státy. Dividendy vyplácené francouzskou společností nerezidentnímu akcionáři jsou zdaněny 25 %, zatímco úroky a licenční poplatky jsou zdaněny 18 a 33,33 %. Co se týče daní fyzických osob, je daň progresivní až do výše 40 % a zdaněny jsou veškeré příjmy včetně těch investičních, kromě kapitálových výnosů, kde jsou v případě prodeje cenných papírů zdaněny sazbou 18 %, navíc se zvláštním příplatkem ve výši přibližně 11 %.<sup>88</sup>

---

<sup>87</sup> CASELLI, S., *Private Equity and Venture Capital in Europe: Markets, Techniques, and Deals*, s. 61.

<sup>88</sup> Tamtéž, s. 88-89.

### 3.3 Německo

Německo je jedním z předních trhů soukromého kapitálu v Evropě. Odvětví PE/VC zde působí přes 40 let a zahrnuje mnoho zkušených a dlouhodobě úspěšných private equity firem. Díky solidní základně společností s významným růstovým a inovačním potenciálem zůstává Německo atraktivní lokalitou private equity lákajícím především zahraniční investory, které navíc potřebuje z důvodu relativně malého počtu místních institucionálních investorů. Ačkoli mnoho evropských zemí v současnosti trpí důsledky dluhové krize a nestabilních ekonomických vyhlídek, německý trh private equity se ukázal být stabilní a dosáhl objemu investic let minulých, avšak nebyl schopen se zcela vyhnout vlivu mezinárodního vývoje.<sup>89</sup>

#### 3.3.1 BVK

BVK je německou asociací private equity a rizikového kapitálu se sídlem v Berlíně, která vznikla 8. prosince 1989 po sloučení původního BVK s Německou asociací venture kapitálu (DVCV). K 5. květnu 2012 sdružuje celkem 206 řádných členů a 106 členů přidružených. Hlavními dvěma cíli asociace je zvýšení veřejného povědomí o roli soukromých kapitálových společností a zároveň vytvoření nejlepších podmínek pro oblast private equity a venture kapitálu v Německu. Asociace ve své činnosti podporuje své členy v podnikání, podporuje spolupráci mezi jednotlivými členy a úzce spolupracuje s dalšími subjekty jako jsou média, univerzity, zákonodárci a jiné národní a nadnárodní asociace. Členové asociace pracují ve 4 odborných oblastech: rizikový kapitál, malé a střední podniky, společnosti PE/VC a skupina velkých odkupů.<sup>90</sup>

---

<sup>89</sup> BVK. *Private Equity Investor Brief* [online]. Berlin: German Private Equity and Venture Capital Association, December 2011/January 2012, s. 1-3 [vid. 2012-10-24] . Dostupné z: [http://www.bvkap.de/media/file/412.PE\\_Investorenbrief\\_2011\\_2012.pdf](http://www.bvkap.de/media/file/412.PE_Investorenbrief_2011_2012.pdf)

<sup>90</sup> BUNDESVERBAND DEUTSCHER KAPITALBETEILUNGSGESSELLSCHAFTEN. *About us* [online]. © 2012 BVK e.V., [vid. 2012-10-24]. Dostupné z: [http://www.bvkap.de/privateequity.php/cat/63/aid/96/title/About\\_us](http://www.bvkap.de/privateequity.php/cat/63/aid/96/title/About_us)

### 3.3.2 Stav trhu PE/VC

Rok 2011 představoval v Německu podobně jako ve Velké Británii po poklesu v roce 2009 vysoký nárůst přísunu zdrojů do fondů private equity a objemu dezinvestic, zatímco objem investovaných prostředků zůstal konstantní.<sup>91</sup> Objemy fundraisingu, následných investic a odprodejů znázorňuje *tabulka 4* v členění podle země investora a podle země investované společnosti. Zmíněný konstantní vývoj investic v posledních 2 letech se týká investic německých fondů, při pohledu na investice do německých společností došlo také k nárůstu podobně jako v případě dezinvestic.

*Tabulka 4: Činnost private equity trhu v Německu v období 2007-2011 v tis. €*

Statistika odvětví (podle země investora)					
	2007	2008	2009	2010	2011
Fundraising celkem	4 640 680	2 507 730	1 070 790	1 221 570	3 115 380
Fundraising pro VC	1 369 810	1 312 150	293 790	621 470	1 208 270
Investice celkem	8 144 087	7 100 199	2 411 844	4 803 940	4 397 422
Investice do VC	873 849	962 726	686 396	741 911	762 362
Dezinvestice celkem	3 136 175	1 878 635	1 310 222	2 215 709	4 700 912
Tržní statistika (podle země cílové společnosti)					
	2007	2008	2009	2010	2011
Investice celkem	10 160 049	9 253 150	2 785 605	4 741 913	6 132 341
Investice do VC	815 426	1 108 709	645 381	717 252	704 776
Dezinvestice celkem	4 412 425	2 295 815	2 099 449	3 253 445	5 337 177

Zdroj: EVCA. *Yearbook 2012 – Europe and Country Tables (GER)* [online]. Brussels: European Private Equity and Venture Capital Association, © May 2012 [vid. 2012-09-25]. Dostupné z: [http://www.evca.eu/uploadedfiles/home/press\\_room/Yearbook\\_2012\\_EUROPE&COUNTRY\\_Tables.xls](http://www.evca.eu/uploadedfiles/home/press_room/Yearbook_2012_EUROPE&COUNTRY_Tables.xls) (modifikováno)

Podíl VC na upsaném kapitálu pro investice private equity představoval v posledním roce zhruba 40 %, tedy vzrostl téměř dvojnásobně oproti roku minulému. Největší objem finančních prostředků v uvedeném roce pocházel od vládních agentur<sup>92</sup>, bank<sup>93</sup>, fondů

<sup>91</sup> V této části je pro srovnání s ostatními zeměmi rovněž čerpáno z údajů Evropské asociace venture kapitálu a private equity:

EVCA. *Yearbook 2012 – Europe and Country Tables (GER)* [online]. Brussels: European Private Equity and Venture Capital Association, © May 2012 [vid. 2012-09-25]. Dostupné z: [http://www.evca.eu/uploadedfiles/home/press\\_room/Yearbook\\_2012\\_EUROPE&COUNTRY\\_Tables.xls](http://www.evca.eu/uploadedfiles/home/press_room/Yearbook_2012_EUROPE&COUNTRY_Tables.xls)

<sup>92</sup> Vládní agentury v roce 2011 podíl 20,7%

fondů<sup>94</sup>, menší podíl pak představovaly penzijní fondy<sup>95</sup>, soukromí investoři<sup>96</sup> a pojišťovny<sup>97</sup>. Při pohledu do předcházejících let vzrostl od vzniku krize podíl vládních agentur, bank, fondů fondů, naopak významně poklesl podíl korporátních investorů<sup>98</sup>. V Německu je zakládáno velice málo penzijních fondů, zatímco ve Velké Británii a USA jsou penzijní fondy hlavní investiční skupinou, v důsledku tak německé firmy private equity přicházejí o významný zdroj kapitálu. Vzhledem k omezenému počtu investorů německých fondů mají firmy private equity zájem přilákat zahraniční investory. Objem upsaného kapitálu německými fondy pocházel z 54 % z domácích zdrojů, z 27 % z ostatních evropských zemí a z 15 % z mimoevropských zdrojů, zbylá procenta nejsou známa.

Objem investic německých fondů private equity v roce 2011 mírně poklesl, podíl VC dosahoval cca 17 %, přestože počet firem financovaných rizikovým kapitálem činil 959 z celkového počtu 1268 všech firem financovaných private equity, tedy téměř 76 %. Investice byly soustředěny zejména do oborů biotechnologií, obchodní a průmyslové výroby, obchodních a průmyslových služeb, ale také komunikací, počítačů a spotřební elektroniky. Ve sledovaném roce tyto investice směřovaly z téměř 90 % do Německa. Optimistickými výsledky disponuje tržní statistika, kde objem investic do německých společností výrazně vzrostl od počátku hospodářské krize, přestože počet společností mírně poklesl. Rizikový kapitál se podílel ve sledovaném roce na celkových investicích pouze 12 %, přestože, jak naznačuje i evropský trend, počet německých společností financovaných VC dosáhl 73 % z celkového počtu 1190 firem. Investice směřovaly jako v případě průmyslové statistiky do stejných odvětví v čele s obchodními a průmyslovými službami a biotechnologiemi.

Výše exitu dosáhla maxima od roku 2007 jak z pohledu tržní, tak odvětvové statistiky, investiční strategie z let předchozích tímto pravděpodobně ukazují svůj úspěch.

---

<sup>93</sup> Banky v roce 2011 podíl 19,3%

<sup>94</sup> Fondy fondů v roce 2011 podíl 19,3%

<sup>95</sup> Penzijní fondy v roce 2011 podíl 7,4%

<sup>96</sup> Soukromí investoři v roce 2011 podíl 7,8%

<sup>97</sup> Pojišťovny v roce 2011 podíl 6,5%

<sup>98</sup> Korporátní investoři v roce 2011 podíl 5%, v roce 2008 podíl 29,6%

Převládajícím způsobem německých dezinvestic pro tržní i průmyslovou statistiku je obchodní prodej<sup>99</sup>, dále pak prodej jinému private equity domu a exit způsobem odpisu.

### 3.3.3 Právní a daňový rámec private equity financí

V Německu neexistují žádné zvláštní zákony týkající se soukromého kapitálu, pouze zákony vztahující se k propagaci rizikového kapitálu (WKBG) a investičních společností (UBGG). Podle německého práva není stanovena žádná konkrétní forma pro investice private equity, teoreticky tak pro oblast rozvoje financování prostřednictvím private equity jsou možné veškeré korporátní formy. Nejběžnější a zároveň nejvhodnější formou je však několikrát zmiňované limited partnership, kde společnost s ručením omezeným (GmbH) je generálním partnerem (tzv. GmbH & Co KG). Německé obchodní právo stanoví minimální základní kapitál dle právní formy takto: 25 000 eur pro společnosti s ručením omezeným, 50 000 eur pro AG a společnosti kvalifikované jako společnosti rizikového kapitálu či investiční kapitálové společnosti potřebují kapitál ve výši 1 milionu eur. Pro zahraniční subjekty, které chtějí v Německu investovat, neexistují žádná omezení.<sup>100</sup>

Systém daní pro německé podniky je založen na sazbě od 30 do 33 %, včetně vypočtené přírážky k dani. V režimu osvobození daně dochází k vyloučení 95 % příjmů z dividend kapitálových výnosů obdržných německými rezidentními společnostmi. Pro německé firmy je k dispozici mnoho programů podpory, kupříkladu v případě ztráty poskytuje fiskální systém neomezenou lhůtu jejího započtení v budoucnu a taktéž jeden rok přenesení zpět, kdy je použita minimální sazba daně, přičemž se neužívá srážkové daně z úroků. Zákonná sazba na dividendy je stanovena na 26,375 % s možností vrácení 40 % pro nerezidenty, pokud uplatnění směrnice nesníží částku. Licenční poplatky jsou zdaněny dle případu sazbou 15,825 % nebo 21,1 %. Zdanění fyzických osob v Německu má progresivní charakter dle příjmu až do výše 47,5 %. Soukromé investiční příjmy podléhají

---

<sup>99</sup> Dle objemu exitované částky: obchodní prodej – statistika odvětví 38,2%, obchodní prodej – tržní statistika 35,8%

<sup>100</sup> CASELLI, S., Private Equity and Venture Capital in Europe: Markets, Techniques, and Deals, s. 61-63.

sazbě 26,375 %, kapitálové zisky jsou daněny normální sazbou, existují však různé možnosti stanovené zákonem, které umožňují snížit celkovou částku.<sup>101</sup>

### 3.4 Region CEE

Region CEE sestává z bývalých komunistických zemí střední a východní Evropy, jež patří mezi členy EU.<sup>102</sup> Někdy bývají do tohoto regionu ovšem řazeny i další země východní a jihovýchodní Evropy, jež členy EU nejsou. Příkladem jsou právě statistiky EVCA, ze kterých bude dále vycházeno, proto v souvislosti s kapitolou 3.4.2 věnující se trhu private equity v regionu CEE budou navíc řazeny i tyto země<sup>103</sup>, přestože až na Ukrajinu, nepředstavují příliš významný podíl v této oblasti.

Pro region CEE je charakteristický vysoký počet podniků založených relativně nedávno oproti západní Evropě, pro růst a přežití v silné mezinárodní konkurenci tak musí tyto podniky rychle přijmout zásadní inovační a modernizační procesy. Během let nabyl rizikový kapitál značně na důležitosti skrz celou západní Evropu, avšak v CEE zemích mladé a na technologii orientované společnosti stále selhávají v získávání potřebného kapitálu. Jako vysvětlení pro tento obtížný proces je několik důvodů, mezi něž (krom dalších) patří počáteční stádium rozvoje národních finančních trhů, nedostatečná dostupnost rizikového kapitálu, stejně tak nízká dostupnost financování prostřednictvím vstupu na burzu cenných papírů. Navíc komerční banky neposkytují potřebný kapitál, jelikož tyto společnosti mají krátkou historii a žádná nebo nízká aktiva, která by mohla sloužit jako záruka. Výsledky poukazují na důležitost integrovaného evropského finančního trhu, další finanční integrace rozšíří možnosti exitů a realokuje talent a lidský kapitál. VC průmysl se sice rychle rozvíjí, ale některé politicko-kulturní aspekty jako dědictví komunismu činí tento proces pomalejším než v západní Evropě. Ne poptávka

---

<sup>101</sup> CASELLI, S., Private Equity and Venture Capital in Europe: Markets, Techniques, and Deals, s. 89.

<sup>102</sup> od 1. 5. 2004: Česká republika, Estonsko, Maďarsko, Litva, Lotyšsko, Polsko, Slovensko a Slovinsko, od 1. 1. 2007: Bulharsko a Rumunsko

<sup>103</sup> Chorvatsko, Makedonie, Moldavsko, Černá Hora, Srbsko a Ukrajina



dostatečného VC je hlavní brzdou rozvoje, ale spíše nabídka díky absenci podnikatelského ducha v bývalých komunistických zemích.<sup>104</sup>

### 3.4.1 Podpora zemí CEE Evropskou unií

Od roku 1999 podporuje Evropská komise budování finančních trhů zemí CEE skrz SME Finance Facility založeným programem Phare. Prostřednictvím této iniciativy usnadňuje Evropská komise ve spolupráci s různými finančními institucemi přístup k úvěrům a finančním prostředkům a tím umožňuje růst a rozvoj malých a středních podniků. V oblasti podpory malého a středního podnikání je v rámci EU od roku 2011 vytvořena síť národních zmocněnců, jejímž cílem jsou akce vedoucí k usnadnění podnikání pro malé a střední podniky na národních úrovních, např. prostřednictvím snížení administrativní zátěže či zlepšení přístupu k finančním zdrojům včetně rizikového a rozvojového kapitálu. Malé a střední podniky jsou Evropskou komisí z dlouhodobého hlediska považovány za páteř hospodářství, jejich subvence tak může významnou měrou pomoci překonat hospodářskou krizi.

### 3.4.2 Aktuální stav trhu CEE

Odvětví rizikového a rozvojového kapitálu v CEE je sice staré přes 20 let, ale stále relativně mladé v porovnání se západní Evropou. Přestože od svého založení došlo k podstatnému rozvoji, je dosud rizikový kapitál v zemích CEE relativně v počátečním stádiu, a tak mnoho VC fondů ještě nedokončilo celý cyklus investic a exitů. Počet úspěšně dokončených investic private equity však roste a zdůrazňuje skutečnost, že transformace právního systému byla podpůrná ve snaze přilákat zahraniční investory. Avšak právní a daňové prostředí v regionu CEE stále není tak atraktivní pro investování rizikového kapitálu jako na trzích EU-15. Významným nedostatkem jsou pomalé právní a regulační

---

<sup>104</sup> GREGORIOU, G., M. KOOLI and R. KRAEUSSEL, Venture capital in Europe, s. 51 - 52.

procesy, nezkušená justice či komplikovaná byrokracie, v průběhu času a zkušeností je však očekáváno vyřešení mnoha z těchto otázek.<sup>105</sup>

Z vydaných statistik EVCA pro region CEE za rok 2011<sup>106</sup> vyplývá silný růstový potenciál, kdy rok 2011 byl dalším rokem rozvoje a oživení od propadu v roce 2009. Téměř ve všech klíčových oblastech zaznamenal rizikový a rozvojový kapitál v regionu CEE pozitivní vývoj od získávání finančních prostředků po dezinvestice, včetně zvýšení hodnoty financování rizikovým kapitálem. Místní programy zaměřené na odstranění mezery ve financování prostřednictvím venture kapitálu začínají vykazovat svůj pozitivní vliv rostoucím počtem společností financovaných právě rizikovým kapitálem v počáteční fázi.

Při pohledu na čísla vzrostly investice venture kapitálu o 57 %, přičemž na celkových investicích se podílely 7,6 %, nutno taktéž zmínit 85% nárůst startovních investic. Počet společností financovaných rizikovým kapitálem vzrostl na 97 pro rok 2011, což představuje 49 % společností financovaných private equity. Další výsledky ukazují na 48% nárůst nově získaných prostředků PE a VC fondů zaměřených na region CEE v roce 2011. Tento růst byl způsoben zejména buyout fondy a celková částka nových prostředků dosahovala 941 miliónů eur. Na druhou stranu objem investic private equity mírně klesl, přičemž objem investic přepočítaný na % HDP zůstává přibližně konstantní a dosahuje stále podprůměrných hodnot oproti západní Evropě, lze zde však v tomto směru vidět potenciál pro jeho další růst. V číselném vyjádření přinesl objem investic o 4,6 % méně než v roce 2010, investováno bylo celkem 1 244 mil. eur. Celkem 197 společností získalo v roce 2011 PE financování, které představuje 17% nárůst oproti předchozímu roku. Co se týká dezinvestic, taktéž výrazně narostly a dosáhly svého historického maxima ve výši 1 383 mil. eur.<sup>107</sup> Čísla tak celkově potvrzují silný potenciál a odolnost regionu poukazující na pokračující oživení od roku 2009 a svoji významnou roli v evropské ekonomice.

---

<sup>105</sup> GREGORIOU, G., M. KOOLI and R. KRAEUSSEL, Venture capital in Europe, s. 55-61.

<sup>106</sup> V tomto oddíle čerpáno z:

EVCA. *Central and Eastern Europe Statistics 2011* [online]. Brussels: European Private Equity and Venture Capital Association, © August 2012 [vid. 2012-09-24]. Dostupné z: <http://www.evca.eu/publications/PBCEE11.pdf>

<sup>107</sup> Měřeno v investičních nákladech

Hlavním zdrojem financování v roce 2011 se ukázaly fondy fondů s podílem necelých 26 %, významně přispěly taktéž vládní agentury s 14% podílem, ovšem v porovnání s rokem předchozím dosahovaly rekordních 59 %. Největší podíl investic směřoval do sektoru spotřebního zboží a maloobchodu (296 miliónů eur), tj. 24% podíl na celkové výši investic CEE. Další preferovanou oblastí byly komunikace (267 miliónů eur) a biotechnologie (118 miliónů eur). Pokud jde o počet společností, nejaktivnějším sektorem byly komunikace s 38 firmami a počítačová a spotřební elektronika s 35 firmami. Převládající formou exitu v regionu CEE je obchodní prodej, v roce 2011 představoval 64 % z celkového objemu dezinvestic, na druhém místě figuruje exit formou odprodeje finanční instituci s 26 %. Dlouhodobým trendem je velice nízká úroveň odprodeje formou odpisu, v průběhu roku 2011 došlo v regionu pouze ke dvěma exitům touto formou, jen pro srovnání v Evropě celkově dosahuje téměř 13 %<sup>108</sup> z celkového množství odprodejů.

Následující *tabulka 5* zobrazuje objemy realizovaných investic v jednotlivých zemích regionu CEE včetně České republiky a zároveň tyto investice porovnává s jejich podílem na HDP. Uvedeny jsou i souhrnné údaje za Evropu a region CEE jako celek.

---

<sup>108</sup> Propočet podle *Obrázku E1*, viz Příloha E

Tabulka 5: Investice private equity v regionu CEE vyjádřené v sumách a dle % HDP

Země	Investice celkem v 1 000 €		Investice vyjádřené v % HDP	
	2010	2011	2010	2011
Bulharsko	82 238	7 225	0,229%	0,018%
Chorvatsko	12 500	15 625	0,027%	0,034%
Česká republika	192 973	138 906	0,124%	0,089%
Estonsko	26 382	6 508	0,184%	0,040%
Maďarsko	65 046	194 856	0,067%	0,194%
Lotyšsko	5 280	20 222	0,029%	0,112%
Litva	1 604	26 671	0,006%	0,087%
Moldavsko	10 680	975	0,243%	0,020%
Polsko	657 002	680 627	0,186%	0,185%
Rumunsko	119 138	65 918	0,098%	0,050%
Srbsko	13 208	0	0,045%	0,000%
Slovensko	14 473	9 149	0,022%	0,013%
Slovinsko	6 945	13 589	0,020%	0,038%
Ukrajina	95 827	63 309	0,092%	0,057%
<b>Celkem CEE<sup>109</sup></b>	<b>1 303 476</b>	<b>1 243 580</b>	<b>0,115%</b>	<b>0,105%</b>
<b>Celkem Evropa</b>	<b>41 689 066</b>	<b>44 093 204</b>	<b>0,320%</b>	<b>0,326%</b>

Zdroj: EVCA. *Central and Eastern Europe Statistics 2011* [online]. Brussels: European Private Equity and Venture Capital Association, © August 2012, s. 17 [vid. 2012-09-24]. Dostupné z: <http://www.evca.eu/publications/PBCEE11.pdf>

Při pohledu na jednotlivé země se investiční aktivity i v roce 2011 soustředily v největších zemích regionu v čele s Polskem, dále pak v Maďarsku, České republice, Rumunsku a Ukrajině, které společně tvořily 92 % celkové hodnoty realizovaných investic, podíl Polska však dosahoval 55 %, takto ohromný podíl byl dán dvěma velkými odkupy, realizovanými právě v Polsku. V kategorii investic vyjádřených v % HDP potvrzuje *tabulka 5* výše zmíněný fakt potenciálu regionu CEE, který představuje pouze třetinovou hodnotu průměrného podílu celé Evropy, přičemž nejvyšší hodnoty dosahuje Maďarsko s necelými 0,2 %. Maďarsko také dosahuje nejvyššího podílu v případě dezinvestic regionu, objem jeho exitů představuje 50 % celého regionu, následuje Česká republika a Polsko s 29 % a 13 %.

<sup>109</sup> V regionu CEE jsou dále evidovány země Bosna a Hercegovina, Černá Hora a Makedonie, z důvodu nulových investic nejsou uvedeny.

### 3.5 Shrnutí

V rámci objemu investičních aktivit na území Evropy jsou nejvýznamnějšími trhy rizikového a rozvojového kapitálu Velká Británie a Francie, na třetím místě je pak Německo. Velká Británie představuje v Evropě zemi s nejdelší tradicí rizikového a rozvojového kapitálu, také proto je druhým největším trhem po Spojených státech. Na rozdíl od USA však jen málo investic směřuje do začínajících podniků, stejně jako ve zbytku Evropy. Tradičním britským investorem jsou penzijní fondy, zatímco v Německu a Francii to jsou fondy fondů.

Země regionu CEE vykazují v kategorii investic vyjádřených v % HDP pouze třetinovou hodnotu průměrného podílu celé Evropy, tím tak skýtají obrovský potenciál růstu. Právě v posledních letech vykazoval region výrazný růst a je očekáváno, že by tento trend měl pokračovat. Ovšem plnému využití potenciálu brání stále řada limitujících faktorů jako nevyhovující legislativa, nerozvinutost finančních trhů či vysoká administrativní zátěž. Na nedospělost těchto trhů poukazuje i zaměření investic, které spíše směřuje do průmyslových odvětví nežli high-tech oborů, které jsou typické pro financování rizikovým kapitálem ve vyspělých zemích. Další kapitola je věnována prostředí České republiky, kde budou podrobněji řešeny překážky bránící rozvoji rizikového a rozvojového kapitálu, jež se svou podstatou podobají limitujícím faktorům celého regionu CEE.

## 4 Česká republika

Česká republika má v porovnání se západní Evropou jen krátkou historii rizikového a rozvojového kapitálu, který se započal rozvíjet po roce 1990 ve složitém období transformace ekonomiky. Jak se trh v České republice začal po revoluci zaplňovat, nestačila pouhá odvaha podnikatele a v podstatě nízký kapitál, ale nutnost zakládat více kapitálově náročné společnosti, které jsou konkurenceschopné i v rámci Evropy, potažmo celosvětově. V počátcích stačilo získat kapitál na nový podnikatelský záměr celkem snadno prostřednictvím bankovních úvěrů. Krachy finančních ústavů však přisun kapitálu omezily díky svému rizikově špatně nastavenému úvěrovému portfoliu. Alternativa ve formě financování rizikovým a rozvojovým kapitálem byla možností v České republice značně omezenou na rozdíl od vyvinutějších států. Mnohé firmy netušily, že kapitálové trhy mohou být místem pro nalezení potřebných zdrojů, navíc český trh je velice malý – těžko se zde hledají domácí investoři, taktéž zahraniční investoři neměli příliš o investice zájem kvůli chybějícím kvalitním podnikatelským záměrům.<sup>110</sup>

V této kapitole je věnován prostor prostředí České republiky, které silně ovlivňuje rozvinutost rizikového a rozvojového kapitálu na našem území. Budou především pojmenovány překážky bránící jeho dalšímu rozvoji včetně návrhu opatření pro jejich možné odstranění. Jsou taktéž zkoumány subjekty operující v této oblasti včetně České asociace rizikového a rozvojového kapitálu. Pozornost je věnována i aktuálnímu vývoji trhu PE/VC v České republice. V závěru je zhodnocena situace v České republice, vliv na malé a střední podnikání, jakožto i odhad možného vývoje do budoucna.

---

<sup>110</sup> KISLINGEROVÁ, E., I. NOVÝ, et al. *Chování podniku v globalizujícím se prostředí*. 1. vyd. Praha: C. H. Beck, 2005, 194-195. ISBN 80-7179-847-9.

## 4.1 Hlavní subjekty rizikového a rozvojového kapitálu v českém prostředí

Významnou roli v odvětví private equity v českém prostředí sehraává Česká asociace venture kapitálu, na významu taktéž stoupá i Ministerstvem průmyslu a obchodu (dále jen MPO) připravovaný Seed/VC fond. Oběma subjektům bude v této části věnován hlavní prostor.

### 4.1.1 Česká asociace venture kapitálu a její řádní členové

Zájmy společností pracujících v oblasti private equity a rizikového kapitálu v České republice zastupuje Česká asociace venture kapitálu (CVCA). CVCA je součástí EVCA a zároveň úzce kooperuje s dalšími národními asociacemi sdruženými v EVCA. Hlavním cílem této asociace je zvýšení povědomí o možnostech financování prostřednictvím private equity a venture kapitálu. Členy CVCA jsou v první řadě řádní členové, kteří reprezentují firmy investující private equity a rizikový kapitál. Dalšími jsou pak přidružení členové, jenž poskytují poradenství v této oblasti a disponují experty z různých oborů. CVCA udržuje kontakty s poskytovateli investic, politickými subjekty, regulačními či mediálními subjekty, v neposlední řadě spolupracuje s organizacemi či institucemi jako jsou banky, asociace, obchodní komory nebo poradenské společnosti. Do oblasti činností CVCA spadá například poskytování informací o svých členech subjektům hledajícím soukromý kapitál, vyjádření názorů při jednáních s vládou a jinými orgány, podpora a rozvoj profesionálních dovedností, vzdělávání a školení zaměstnanců členských firem nebo poskytování prostoru pro výměnu názorů mezi členy asociace.<sup>111</sup>

Od svého vzniku v roce 1997 do roku 2008 realizovali členové CVCA přes 100 investic v hodnotě 2 400 milionů eur, přičemž největší podíl investovaných prostředků směřoval do sektoru IT, telekomunikace a internetu. Ke dni 1. 12. 2012 má asociace celkem 41 členů, z toho 12 řádných a 29 přidružených.

---

<sup>111</sup> CVCA. *O nás* [online]. Copyright © 2010 Czech Private Equity & Venture Capital Association, s.r.o. [vid. 2012-11-15]. Dostupné z: <http://www.cvca.cz/cs/o-nas/>

Řádnými členy CVCA jsou: 3TS Capital Partners, Advent International, ARGUS Capital Group Limited, ARX Equity Partners, Credo Ventures, Enterprise Investors, Genesis Capital Limited, Gimv, Mid Europa Partners, Riverside Europe Partners, V4C Investment Advisers Limited a nejnovější člen PineBridge Investments. V současnosti tito členové spravují ve svém portfoliu cca 24 českých investic, mezi investovanými společnostmi jde například o Computer Press, a.s.; Pietro Filipi, a.s.; CCS, a.s.; Gumotex, a.s.; Holmes Place Czech Republic, s.r.o. a další. Většina se při svých investicích soustředí především na rozvojové financování, manažerské odkupy, konsolidace odvětví a akvizice, přičemž preferovaná částka jedné investice se v průměru pohybuje od 3 do 40 miliónů eur, v případě Mid Europa Partners dokonce od 50 do 500 miliónů eur. Pouze Credo Ventures nabízí i startovní financování v hodnotě jedné investice od 0,25 do 2 miliónů eur. Většina těchto členů se nespecializuje na určité odvětví. Výjimku tvoří 3TS Capital Partners, kteří preferují spotřebitelský průmysl, spotřebitelské služby, media a marketing, technologie a telekomunikace, energetiku a životní prostředí, a taktéž Credo Ventures, jenž se soustřeďují pouze na odvětví informačních technologií, internetu, mobilních komunikací a zdravotnictví.<sup>112</sup>

Jak bylo uvedeno výše, CVCA momentálně disponuje 29 přidruženými členy, kteří plní především poradenskou činnost, ale taktéž společně s CVCA spolupracují při různých aktivitách, jako je např. pořádání seminářů a konferencí. Jedná se o instituce a organizace, mezi nimiž figurují poradenské společnosti, banky, asociace nebo obchodní komory, jmenovitě např. Ernst & Young, Deloitte, Česká spořitelna, Asociace pro kapitálový trh ČR nebo Burza cenných papírů Praha.<sup>113</sup>

#### 4.1.2 Fondy rizikového a rozvojového kapitálu

První fondy rizikového a rozvojového kapitálu v ČR vznikaly za přispění Evropské unie či vlád USA, soukromé investice se začaly objevovat až ke konci 90. let, většina investic

---

<sup>112</sup> CVCA. *Řádní členové* [online]. Copyright © 2010 Czech Private Equity & Venture Capital Association, s.r.o. [2012-11-15]. Dostupné z: <http://www.cvca.cz/cs/clenove-asociace/radni-clenove/>

<sup>113</sup> CVCA. *Přidružení členové* [online]. Copyright © 2010 Czech Private Equity & Venture Capital Association, s.r.o. [2012-11-15]. Dostupné <http://www.cvca.cz/cs/clenove-asociace/pridruzeni-clenove/>



však pocházela ze zahraničí. Prvním fondem rizikového a rozvojového kapitálu byl v roce 1991 Českoamerický podnikatelský fond, dalšími za přispění programu PHARE Regionální podnikatelský fond a Fond rizikového kapitálu.<sup>114</sup> Současný počet fondů rizikového a rozvojového kapitálu působících v České republice je obtížné stanovit z důvodu chybějících poboček řady zahraničních investorů, uváděno však bývá zhruba něco mezi 30 až 40 fondy.

V zahraničí jsou nejběžnějšími zdroji financí pro PE/VC fondy penzijní fondy, fondy fondů, pojišťovny, banky a státní agentury. Problémem v českém prostředí je značné omezení investic penzijních fondů a pojišťoven v oblasti rizikového a rozvojového kapitálu. Legislativní překážky působí i při vzniku a působení fondů PE/VC na území ČR, proto je řada fondů zakládána za hranicemi dle zdejší legislativy. Proti vzniku domácích fondů, především těch menšího charakteru, zaměřených na financování počátečních fází stojí nedostatek místních investorů, ti zahraniční obvykle nemají zájem o nízké objemy investic a soustředují se spíše na větší fondy.

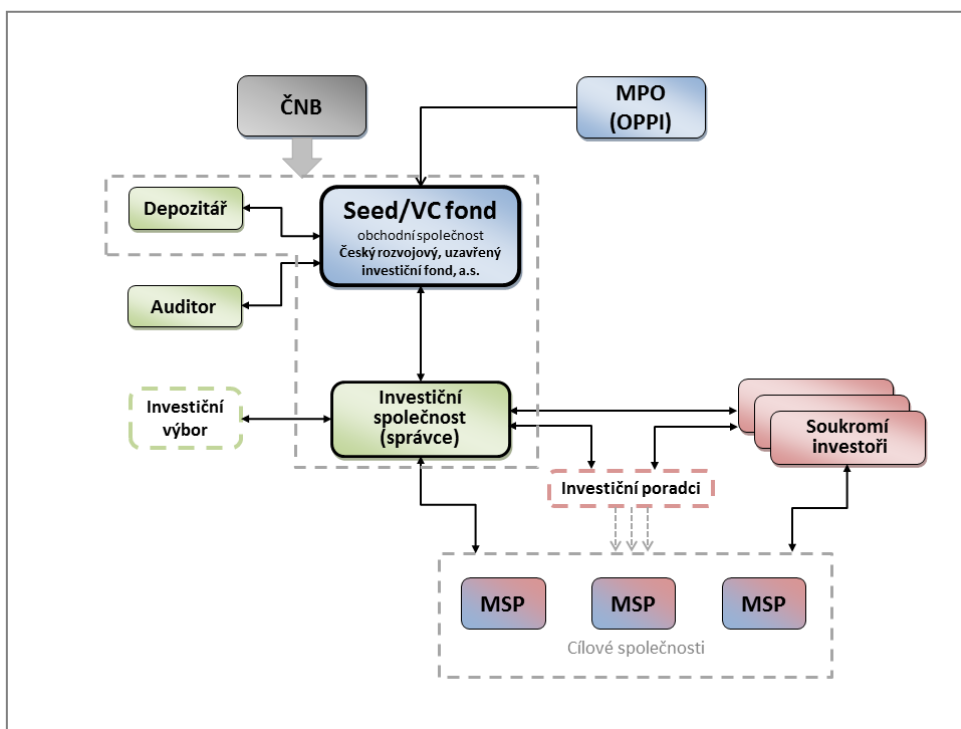
V rámci projektu MPO se plánuje vznik Seed/Venture kapitálového fondu<sup>115</sup>, fondu kvalifikovaných investorů podle zákona 189/2004 Sb. o kolektivním investování, který by měl být zaměřen podle stádia rozvoje společnosti na seed, start-up a venture financování a mohl by tak vyřešit nedostatek investic venture kapitálu v ČR. Tento záměr je součástí Operačního programu Podnikání a inovace (dále jen OPPI) a je cílen právě na podporu investic do začínajících firem zaměřených především na technologie a inovace, které mohou být dále jedním z podnětů růstu ekonomiky a zvýšení konkurenceschopnosti země. Do financování začínajících inovačních podniků budou zapojeni soukromí investoři i stát, od soukromých investorů v podílu minimálně 30 % ve start-up fázi, v případě venture fáze minimálně 50 %. Veřejné prostředky budou poskytovány skrz speciálně založený fond se 100% státním vlastnictvím pod názvem **Český rozvojový, uzavřený investiční fond, a.s.** (ČRUIF, a.s.), v jehož majetku budou prostředky poskytnuté Evropským fondem pro regionální rozvoj a státním rozpočtem ČR. Měl by být spravován investiční společností

---

<sup>114</sup> VALACH, J. *Investiční rozhodování a dlouhodobé financování*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2006, s. 351. ISBN 80-86929-01-9.

<sup>115</sup> OPERAČNÍ PROGRAM PODNIKÁNÍ A INOVACE – Ministerstvo průmyslu a obchodu. *Seed/Venture kapitálový fond* [online]. ©2010 MPO, [vid. 2012-11-01]. Dostupné z: <http://www.mpo-oppi.cz/odkazy/254-stat-nakoupi-dobre-napady-specialni-fond-predstavi-v-lednu.html>

vybranou ve veřejné soutěži, jejíž hlavním úkolem bude zajištění investičního procesu od vyhledávání inovativních cílových společností po konečný exit ze společnosti. Profesionální řízení fondu správcem spolu s účastí soukromých investorů by mělo zaručit efektivní zacházení s veřejnými prostředky a zároveň návratnost finančních prostředků do fondu. Fungování fondu zobrazuje následující *obrázek 9*.



*Obrázek 9: Schéma fungování Seed/Venture kapitálového fondu*

Zdroj: *SEED/VENTURE KAPITÁLOVÝ FOND* [online]. © 1997-2013 CzechTrade [vid. 2013-01-02]. Dostupné z: <http://www.businessinfo.cz/cs/clanky/mpo-oppi-seed-venture-kapitalovy-fond-3787.html>

Dalšími subjekty spojenými s činností ČRUIF (mimo již zmiňované) jsou ČNB – orgán dohledu nad finančními trhy; investiční výbor – odborný poradní orgán správce; depozitář – banka vedoucí účty fondu a realizující finanční transakce; auditor provádějící v souladu se zákonem č. 563/1991 Sb. o účetnictví audit; MPO – řídicí orgán OPPI; a investiční poradci – většinou samotní soukromí investoři, jejichž úkolem je především vyhledávání, posuzování a výběr vhodných investičních příležitostí.

V České republice nepochybně chybí podpora začínajících inovativních podniků, zda státní zásah pomůže růstu rizikového kapitálu v ČR, je otázkou. Za velký problém lze považovat

samotný výběr podnikatelských záměrů, přičemž by výběr neměl být zmanipulován a vyhrát by měly skutečně projekty, které si financování zaslouží. Určitou útěchou je nutnost minimálně 30% (v případě seed) či 50% (v případě venture) účasti soukromého kapitálu, přestože by tento podíl mohl být nastaven i výše pro zabránění plýtvání státními a evropskými prostředky, případně jejich zneužitím.

## 4.2 Státní podpora venture kapitálu

Přínos rizikového kapitálu byl prokázán v několika studiích, proto by neměl stát investice tohoto typu omezovat. Volba vhodné podpory se odvíjí v mnoha faktorech, především pak v kulturních zvyklostech vybrané země. V podmínkách ČR je upřednostňována spíše podpora přímá, stejně tak i ve většině kontinentální Evropy, kdy se stát přímo podílí na financování, příkladem je u nás chystaný vznik Seed/VC fondu. Opakem je situace ve Velké Británii a USA, kde stát vystupuje pouze v roli garanta. Obecně vzato jakákoli forma podpory, případně kombinace těchto forem, je přínosná, pokud bude správně fungovat a bude přinášet výsledky.

Podle srovnání podpory rizikového kapitálu v evropských zemích prováděné EVCA<sup>116</sup> obsazuje Česká republika zadní příčky, přičemž v roce 2008 se dokonce propadla na místo poslední, z čehož lze usoudit, že úroveň podpory se nikterak nezměnila a je stále na slabé úrovni. Jako dostatečné je hodnoceno daňové prostředí a struktury pro fondy, naopak za hlavní mezery jsou považovány podmínky pro fungování kapitálového trhu a pro investování pojišťoven. Nedostatek je spatřován i v subvencích výzkumu a vývoje. V rámci zmíněného hodnocení prostředí pro rozvoj rizikového a rozvojového kapitálu z roku 2008 se v porovnání s Českou republikou na předních příčkách umístily Velká Británie, Francie, Irsko a Belgie, naopak spolu s ČR byly negativně hodnoceny země jako Slovensko, Rumunsko, ale také Německo.

---

<sup>116</sup> KPMG and EVCA. *Benchmarking European Tax and Legal Environments* [online]. Brussels: European Private Equity and Venture Capital Association, October 2008, s. 11 [vid. 2012-11-01]. Dostupné z: [http://www.cvca.cz/files/Benchmark\\_2008.pdf](http://www.cvca.cz/files/Benchmark_2008.pdf).

## JEREMIE

V rámci OPPI Ministerstva průmyslu a obchodu pro období 2007-2012 bylo uvažováno o možnostech využití iniciativy JEREMIE. Z OPPI měla být vyhrazena 2 % z celkové alokace (cca 80 mil. eur), příjemci měli být fondy rizikového kapitálu poskytující financování projektů malých a středních podniků. Implementace JEREMIE nebyla zatím uskutečněna z důvodu zdlouhavosti procesu, nákladovosti prostředků ze strukturálních fondů a taktéž z důvodu ekonomických a legislativních překážek zavedení této iniciativy a obecného nezájmu ze strany podnikatelských subjektů. Dále je zvažována možná implementace v období od roku 2014, přičemž prostředky původně určené pro tento finanční nástroj pro období 2007-2012 budou použity v jiné sféře, kde lze pružněji reagovat na měnící se ekonomické prostředí a jeho dopady na MSP.<sup>117</sup>

### 4.3 Limitující faktory v českém prostředí

V této části budou zkoumány hlavní překážky zabraňující rozvoji rizikového a rozvojového kapitálu v České republice. Nízká úroveň využívání tohoto nástroje je dle Nývltové a Režňákové<sup>118</sup> způsobena především vysokými transakčními náklady, neschopností vlastníků (manažerů) sestavit podnikatelský plán, absencí programů podpory investic a investorů rizikového kapitálu, systémem zdanění výnosů fondů venture kapitálu, negativní zkušeností manažerů fondů administrativního charakteru a problematickým zhodnocením investice. Další problematické aspekty lze spatřovat taktéž v neznalosti a neporozumění tohoto nástroje financování. Absence programů podpory ze strany státu zaměřená na začínající inovativní podniky, která existuje v ostatních evropských zemích, byla vyřešena plánovaným vznikem seed fondu popsaném v části 4.2.1, proto tato problematika nebude v této podkapitole dále zmiňována.

---

<sup>117</sup> TOMAN, P. a L. KOUSALOVÁ. Státní podpora venture kapitálu v České republice. *Journal of Competitiveness* [online]. Zlín: Fakulta managementu a ekonomiky UTB ve Zlíně, 2011, č. 1, s. 124-126 [vid. 2012-10-15]. ISSN 1804-1728. Dostupné z: <http://www.cjournal.cz/files/51.pdf>

<sup>118</sup> NÝVLTOVÁ, R. a M. REŽŇÁKOVÁ, Mezinárodní kapitálové trhy – zdroj financování, s. 121-124.

#### 4.3.1 Chybějící investice do start-up, seed kapitálu

V ČR je stále velice málo investováno do začínajících podniků, kdy za poslední roky částka nepřesáhla 5 % celkového objemu realizovaných investic.<sup>119</sup> Chybí nově vznikající malé fondy, které by se soustředily na financování raných fází společností.<sup>120</sup> V zahraničí takovéto fondy vznikají za podpory domácích investorů, kteří ovšem v ČR zatím chybí. Tyto chybějící investice mají svůj význam pro ekonomiku země – svou podporou začínajících inovativních společností vytváří nová pracovní místa, stimulují rozvoj podnikání a v neposlední řadě zavádějí nové technologie. Impulsem může být v předchozí kapitole zmiňovaný státem připravovaný Seed/VC fond.

V souvislosti se startovním financováním jsou významné i investice business angels, úspěšných podnikatelů či manažerů disponujících dostatečným objemem finančních prostředků, kteří mají zájem dále investovat. Jak bylo již uvedeno v první kapitole, výhodou využití obchodních andělů při financování rizikovým kapitálem jsou především jejich osobní zkušenosti s podnikáním, které mohou při realizaci investice využít a společně s cílovou společností úspěšně dotáhnout podnikatelský záměr do konce.

Business angels v České republice se odlišují od těch zahraničních tím, že nejsou pouze plně obchodními anděly, ale zároveň podnikají i s dalšími instrumenty. Je ovšem možné, že by se pouze aktivitami obchodního anděla v českém prostředí neuživil. Dalším negativem českého prostředí je přílišná konzervativnost business angels v případě investic do společností, které ještě nejsou zaběhnuté a nemají vyřešeny majetkové a jiné vztahy. Konzervativnost je také viditelná i u samotných podnikatelů. Přestože je zde snaha tento způsob získání kapitálu medializovat, stále je přítomna vysoká nevědomost o této možnosti a v případě znalosti pak neochota některých podnikatelů vzdát se majetkového podílu ve prospěch potřebného kapitálu.<sup>121</sup>

---

<sup>119</sup> Propočet dle *Tabulky 6* na str. 91.

<sup>120</sup> Viz řádní členové CVCA v části 4.1.1 a jejich zaměření investic.

<sup>121</sup> ANDRŠOVÁ, Irena. *Andělští investoři ve financování podniku v ČR* [online]. Diplomová práce. Brno: Masarykova univerzita, Ekonomicko-správní fakulta, 2009, s. 65[vid. 2012-10-29]. Dostupné z: [http://is.muni.cz/th/255271/esf\\_m/Diplomova\\_prace\\_-\\_text.pdf](http://is.muni.cz/th/255271/esf_m/Diplomova_prace_-_text.pdf)

Častým jevem v zahraničí je sdružování business angels do sítí. Podle CzechInvestu<sup>122</sup> působí v naší republice celkem 4 sítě: Angel Investor Association, Central Europe Angel Club, Business Angels Czech a Business Angels Network, které ovšem zpravidla představují zahraniční kapitál. Business angels tak v ČR fungují např. skrz různé organizace a instituce, které podporují začínající podniky, jako jsou podnikatelské inkubátory, které nabízejí zázemí pro start-up firmy. V ČR takto existují desítky inkubátorů<sup>123</sup>, jejichž finanční prostředky pochází zpravidla z několika zdrojů, částečně na ně přispívá stát, města i fondy Evropské unie.

#### 4.3.2 Legislativa a daňový systém

Za hlavní překážku v české legislativě lze považovat regulace, které neumožňují místním penzijním fondům a pojišťovnám investovat do rizikového kapitálu. Domácí penzijní fondy neinvestují do private equity z důvodu nutnosti vykazovat každý rok kladný výsledek hospodaření, který se v případě investic do soukromého kapitálu zpravidla projeví až po několika letech, pojišťovny se pak nemohou účastnit investic do soukromého kapitálu z důvodu povolených investic pouze pro likvidní aktiva. ČR tak přichází o významné investory, kteří v zahraničí představují významný zdroj investic, příkladem je Velká Británie, kde zaujímají 23% podíl v rámci všech primárních investorů, ve Francii 15% podíl.

Z důvodu chybějící vhodné legislativy působí v ČR především zahraniční fondy. Pro podporu podmínek vzniku nových domácích fondů rizikového a rozvojového by mohla pomoci revize současné legislativy, zejména zákona o daních z příjmů a zákona o kolektivním investování, např. daňové výhody formou úlev by přilákaly nové fondy a zvýšily tak nabídku kapitálu. Důležitá pro firmy a investory je i predikovatelnost vývoje legislativy. Pokud dochází k neustálým změnám sazeb daní či změnám metodiky jejího výpočtu, pak takováto nestabilita legislativy vyvolává pocit nejistoty ve společnosti, která

---

<sup>122</sup> CZECHINVEST. *Business Angels* [online]. ©1994-2012 CzechInvest [vid. 2011-11-18]. Dostupné z: <http://www.czechinvest.org/business-angels>

<sup>123</sup> Seznam inkubátorů přístupný z: CZECHINVEST. *Inkubátory* [online]. ©1994-2012 CzechInvest [vid. 2011-11-25]. Dostupné z: <http://www.czechinvest.org/inkubatory>

se následně může projevit v ochotě dále investovat. Důležitá je taktéž transparentnost a jednoznačnost právního rámce.

České daňové prostředí je dle srovnání EVCA hodnoceno pozitivně<sup>124</sup>. Sazba daně z příjmů pro právnické osoby prošla od počátku 90. let zásadním snížením, která je pro rok 2012 stanovena ve výši 19%, s výjimkou investičního fondu, podílového fondu, zahraničního fondu kolektivního investování a penzijního fondu, pro které platí 5 %. Nevýhoda českého daňového systému tak nespočívá v sazbách daně z příjmů právnických ani fyzických osob, jež se obě nacházejí pod průměrnou evropskou hodnotou, ale plyne (jak se shodují odborné publikace) z trojího zdanění výnosů z investice. Nejprve je kapitálový výnos zdaněn jako příjem ve společnosti, do které bylo investováno, poté jako vyplácený příjem fondu, který je dále zdaňován jako výnos jednotlivým investorům, kterým je vyplácen jako podíl. Nižší zdanění kapitálových výnosů, taktéž i možnosti odpočtů od základu daně by pomohly přilákat nové investory, tak jako i daňové zvýhodnění při zakládání MSP.

#### 4.3.3 Kapitálový trh

Další bariérou v rozvoji venture kapitálu v ČR je nedostatečně rozvinutý kapitálový trh. Pro investory musí existovat na kapitálovém trhu subjekty, které budou mít zájem ve fázi exitu odkoupit investorův podíl a zároveň si přejí co nejhladší průběh tohoto procesu. Díky této skutečnosti není exit formou IPO v českých podmínkách vhodný, proces bývá zásluhou nepružné byrokracie systémově zdlouhavý, během této doby dochází k dalšímu vývoji na trhu, jenž mezitím naruší investiční záměr do doby úpisu, který ovšem v jiných podmínkách nemusí být příliš úspěšný. ČR tak přichází o jednu z forem dezinvestic, která umožňuje dosáhnout vysoké zhodnocení investic.

---

<sup>124</sup> KPMG and EVCA. *Benchmarking European Tax and Legal Environments* [online]. Brussels: European Private Equity and Venture Capital Association, October 2008, s. 11 [vid. 2012-11-01]. Dostupné z: [http://www.cvca.cz/files/Benchmark\\_2008.pdf](http://www.cvca.cz/files/Benchmark_2008.pdf).

#### 4.3.4 Podnikatelé, management

Dalším limitujícím faktorem je charakter některých podnikatelů, případně managementu. Neochota riskovat je vlastní většině z nich, stejně jako neochota poskytovat informace či vzdát se majetkového podílu ve prospěch získání potřebného kapitálu. Přestože je financování rizikovým kapitálem spojeno s kapitálovým vstupem investora a tím spojené ztráty majetkového podílu, podnikatelé možná zapomínají na nemateriální pomoc ve formě poradenství v oblasti obchodu či marketingu ze strany investora, které mnohdy převáží i význam finančních prostředků, a tak tradičně dávají přednost úvěrovému financování. Pokud projeví podnikatelé skutečný zájem, bývá problematický představovaný podnikatelský plán, ve kterém může chybět určitá kreativita, taktéž někdy chybí dlouhodobá vize a na začátku zmíněná neochota prezentovat některé informace. Je faktem, že v současnosti existuje nepřeberné množství článků a publikací věnujících se podnikatelskému záměru – jak jej správně sestavit, co by měl obsahovat i jak by měl být investorům prezentován, proto nejdůležitějším faktorem pro zlepšení situace na straně podnikatelů a managementu je odstranění obav ze ztráty vlastnického podílu a větší ochota riskovat.

#### 4.3.5 Ostatní

Dalším problematickým aspektem jsou různé administrativní bariéry, které prodlužují a ztěžují úkony spojené se zakládáním společností nebo se změnami v základním kapitálu a jeho navyšování. Formou odstranění přílišné byrokratické zátěže při zakládání společnosti by se podpořilo další podnikání v zemi.

Následujícím faktorem, který přispívá ke zpomalení pronikání rizikového a rozvojového kapitálu do České republiky, je nedostatek informací a obecného povědomí o možnostech této formy financování, jeho užitečnosti, významu a využití pro stimulaci celé ekonomiky.



## 4.4 Situace na trhu

Díky vstupu ČR do Evropské unie a pomalému zvyšování povědomí o financování formou private equity investic, úspěšnému hospodářskému rozvoji a tím rostoucímu zájmu fondů o investice do regionu CEE došlo k nárůstu počtu investic na území ČR v posledních letech. Pro komparaci se státy Velká Británie, Francie a Německo v následující *tabulce 6* bude opět bráno období 2007-2011 ve stejném členění na oblast fundraisingu, investic a dezinvestic podle vydané ročenky EVCA pro rok 2011<sup>125</sup>, ze které čerpá i tento oddíl. Česká republika je malou zemí disponující velice malým trhem PE/VC, proto aktivity s nimi spojené zahrnují každoročně jen pár desítek transakcí a tudíž každá činnost ve statistikách je více než viditelná.

*Tabulka 6: Činnost private equity trhu v České republice v období 2007-2011 v tis. €*

Statistika odvětví (podle země investora)					
	2007	2008	2009	2010	2011
Fundraising celkem	1 060	2 000	47 700	10 450	7 600
Fundraising pro VC	0	0	0	10 450	7 600
Investice celkem	69 516	35 702	61 395	38 045	192 553
Investice do VC	2 026	4 333	1 446	11 578	8 203
Dezinvestice celkem	0	871	25 644	35 295	19 070
Tržní statistika (podle země cílové společnosti)					
	2007	2008	2009	2010	2011
Investice celkem	181 071	387 672	1 385 776	192 973	138 906
Investice do VC	4 192	12 825	29 987	23 048	5 496
Dezinvestice celkem	577	4 572	51 605	74 155	401 547

Zdroj: EVCA. *Yearbook 2012 – Europe and Country Tables (CZ)* [online]. Brussels: European Private Equity and Venture Capital Association, © May 2012 [vid. 2012-09-25]. Dostupné z: [http://www.evca.eu/uploadedfiles/home/press\\_room/Yearbook\\_2012\\_EUROPE&COUNTRY\\_Tables.xls](http://www.evca.eu/uploadedfiles/home/press_room/Yearbook_2012_EUROPE&COUNTRY_Tables.xls) (modifikováno)

V oblasti upsaného kapitálu českými fondy je patrná velice nízká aktivita, přičemž v letech 2010 a 2011 byla celková částka fundraisingu upsána pouze pro startovní financování. Nejvyššího objemu upsaného kapitálu bylo dosaženo v roce 2009 s více jak 47 mil. eur.

<sup>125</sup> EVCA. *Yearbook 2012 – Europe and Country Tables (CZ)* [online]. Brussels: European Private Equity and Venture Capital Association, © May 2012 [vid. 2012-09-25]. Dostupné z: [http://www.evca.eu/uploadedfiles/home/press\\_room/Yearbook\\_2012\\_EUROPE&COUNTRY\\_Tables.xls](http://www.evca.eu/uploadedfiles/home/press_room/Yearbook_2012_EUROPE&COUNTRY_Tables.xls)

Co se týká typu primárních investorů, na objemu fundraisingu z posledních 2 let se podíleli pouze soukromí investoři, v roce 2009 ze 42 % banky, z 25 % vládní agentury, z 22 % fondy fondů a z 8 % penzijní fondy. Ve sledovaném období pocházely téměř veškeré zdroje pro fundraising z České republiky, výjimku tvoří rok 2009, kdy byl z 64 % tvořen z evropských prostředků.

Podle statistiky odvětví došlo v roce 2011 k rapidnímu nárůstu investic oproti předchozím letům. V případě tržní statistiky získaly české společnosti ve stejném roce naopak investic méně a dosáhly úrovně roku 2007, přestože jich bylo oproti předchozímu roku více – 17, v roce 2010 – 15. Rekordní byl rok 2009, kdy došlo k velkému počtu rozsáhlých odkupů, které tehdy umístily Českou republiku na první místo objemu investic v regionu CEE. Podíl rizikového kapitálu na celkovém objemu investic je stále velice nízký, zatím nepřesáhl 5 % v obou typech měření. Oblastmi, do kterých míří investice PE/VC v ČR jsou především obchodní, průmyslové a spotřebitelské zboží a maloobchod, v menší míře komunikace a počítače a elektronika, které naopak dominují navíc s biotechnologiemi ve vyspělých zemích. Zde lze ovšem spatřit jisté náznaky zlepšení, například v roce 2010 šlo do sféry počítačů a elektroniky přes 41 % objemu celkových ročních investic v ČR.

V roce 2011 bylo prodáno českými fondy celkem 5 společností v hodnotě 19 mil. eur, což je méně než v předchozím roce. V případě exitů cílových společností v ČR kopíruje naše republika vývoj úspěšných dezinvestic v regionu CEE<sup>126</sup>, kde došlo také k výraznému nárůstu v roce 2011, v ČR dokonce k více jak 5ti násobnému nárůstu na 400 mil. eur. K prodeji dochází pouze formou obchodního prodeje, prodeje finanční instituci či odprodeje jiné private equity společnosti, jiné způsoby exitu nejsou v ČR běžné. Konkrétně v případě rekordního exitu bylo 88 % celkového objemu odprodáno finanční instituci, zbytek prostřednictvím obchodního prodeje.

---

<sup>126</sup> Viz část 3.4.2 na str. 76.

## 4.5 Zhodnocení prostředí ČR – návrhy a doporučení, dopad na MSP, předpoklad vývoje

Je smutným faktem, že Česká republika v roce 2008 obsadila poslední příčku v hodnocení daňového a právního prostředí pro financování rizikovým kapitálem<sup>127</sup>, bohužel v tomto směru se od té doby ČR nikam neposunula. Ministerstvo financí chystá sice úpravu zákona o kolektivním investování, a to návrhem nového zákona o investičních společnostech a investičních fondech (ZISIF) především z důvodu implementace evropské směrnice o správcích alternativních investičních fondů (AIFMD), ovšem první návrh tohoto zákona je nadměrně deskriptivní a jde nad rámec AIFMD, navíc je příliš komplikovaný a pro adresáty norem nepřehledný, jak uvádí ve svém stanovisku CVCA<sup>128</sup>. I v případě druhého návrhu ze dne 8. června 2012 je zákon stále zbytečně nad rámec AIFMD.

V oblasti cílené státní podpory rizikového kapitálu zatím nedošlo k implementaci iniciativy JEREMIE, i když se o ní do budoucna mezi roky 2014-2020 stále uvažuje. Výhodou vyčkání se zavedením na další programovací období je ukázka možného úspěchu a zkušeností s implementací jiných států, zejména pak Slovenska. Pro implementaci taktéž hovoří i fakt, že ve srovnání státních podpor je v mnoha ohledech ziskovější než-li kupříkladu granty, které v porovnání s iniciativou deformují trh a nepřinášejí dodatečný výnos, jak vyplývá z článku Tomana a Kousalové<sup>129</sup>. Další výhodou iniciativy je účast soukromého investora, v případě grantů figurují především úředníci, které je nutné mít pod kontrolou, kdežto přítomnost soukromého prvku v iniciativě by měla zajistit samoregulační proces. Částečně bude využit potenciál státní podpory rizikového kapitálu u vznikajícího Seed/VC fondu, na jehož principu běžně fungují fondy v zahraničí.

---

<sup>127</sup> KPMG and EVCA. *Benchmarking European Tax and Legal Environments* [online]. Brussels: European Private Equity and Venture Capital Association, October 2008, s. 11 [vid. 2012-11-01]. Dostupné z: [http://www.cvca.cz/files/Benchmark\\_2008.pdf](http://www.cvca.cz/files/Benchmark_2008.pdf)

<sup>128</sup> CVCA. *NÁVRH ZÁKONA O INVESTIČNÍCH SPOLEČNOSTECH A INVESTIČNÍCH FONDECH - Stanovisko The Czech Private Equity and Venture Capital Association (CVCA)* [online]. Praha: CVCA, 14. května 2012 [vid. 2012-11-09]. Dostupné z: [http://www.cvca.cz/images/cvca\\_UK-Ke-stazeni/5-file-File-CVCA\\_re\\_konzultace\\_novy\\_ZISIF.pdf](http://www.cvca.cz/images/cvca_UK-Ke-stazeni/5-file-File-CVCA_re_konzultace_novy_ZISIF.pdf)

<sup>129</sup> TOMAN, P. a L. KOUSALOVÁ. Státní podpora venture kapitálu v České republice. *Journal of Competitiveness* [online]. Zlín: Fakulta managementu a ekonomiky UTB ve Zlíně, 2011, č. 1, s. 123 [vid. 2012-10-15]. ISSN 1804-1728. Dostupné z: <http://www.cjournal.cz/files/51.pdf>

V následující *tabulce 7* jsou porovnávány vybrané podmínky pro financování PE/VC v České republice, Polsku, Velké Británii a Nizozemí.

*Tabulka 7: Porovnání podmínek pro financování PE/VC v České republice, Polsku, Velké Británii a Nizozemí*

Podmínka	Česká republika	Polsko	Velká Británie	Holandsko
<b>Daň z příjmu PO</b>	19 %	Progresivní zdanění	Progresivní zdanění	Progresivní zdanění
<b>Snížená sazba daně z příjmu PO pro začínající MSP</b>	Neexistuje	Neexistuje	Uplatnění výdajů na výzkum a vývoj až do 175 % výdajů na investici	Snížení daní z mezd při počátečních investicích
<b>Investice do rizikových aktiv – pojišťovací fondy a penzijní fondy</b>	Nelze	Maximálně 10 % aktiv; geografické restrikce	Plná implementace Evropského parlamentu a Rady 2003/41/ES	Plná implementace Evropského parlamentu a Rady 2003/41/ES
<b>Seed fond</b>	V přípravě	Není popsáno	ano	ano
<b>Daňové pobídky pro investory PE/VC</b>	Neexistuje	Investice větší než 100 000 EUR, možno pak odepsat 50 % kvalifikovaných výdajů	Manažerské poplatky spojené s investicemi formou PE/VC nepodléhají DPH; Venture Capital Trust	Plně daňově uznatelné ztráty spojené s investicemi do fondů PE/VC
<b>Sazba daně z příjmu pro penzijní, podílové a investiční fondy</b>	5 %	19 %	20 %	Zdanění v závislosti na výši drženého podílu v podniku

Zdroj: RAJCHLOVÁ, J. a M. BARANYKOVÁ. *Legislativní a institucionální bariéry rozvoje financování private equity a venture kapitálem v České republice* [online]. Brno: Vysoké učení technické v Brně, ústav financí, 2011, s. 5-6 [vid. 2012-11-29]. Dostupné z: [http://www.konference.fbm.vutbr.cz/workshop/papers/papers2011/finance/Rajchlova\\_Baranykova.pdf](http://www.konference.fbm.vutbr.cz/workshop/papers/papers2011/finance/Rajchlova_Baranykova.pdf)

Z analýzy Rajchlové a Baranykové<sup>130</sup> vyplývá pro rozvoj investic PE/VC v České republice nutnost plné implementace Směrnice 2003/41/ES ze dne 3. června 2003 o činnostech institucí zaměstnaneckého penzijního pojištění a dohledu nad nimi. Z dalších

<sup>130</sup> RAJCHLOVÁ, J. a M. BARANYKOVÁ. *Legislativní a institucionální bariéry rozvoje financování private equity a venture kapitálem v České republice* [online]. Brno: Vysoké učení technické v Brně, ústav financí, 2011, s. 5-6 [vid. 2012-11-29]. Dostupné z: [http://www.konference.fbm.vutbr.cz/workshop/papers/papers2011/finance/Rajchlova\\_Baranykova.pdf](http://www.konference.fbm.vutbr.cz/workshop/papers/papers2011/finance/Rajchlova_Baranykova.pdf)

nedostatků oproti srovnávaným zemím lze vyzorovat chybějící daňové zvýhodnění pro investory PE/VC a daňové zvýhodnění pro začínající MSP, kterého se však nedostává ani v Polsku. V další části budou zmíněna možná doporučení, která by mohla vést ke zlepšení podmínek a rozvoji financování rizikovým a rozvojovým kapitálem v České republice.

## Návrhy a doporučení

Přestože se v jisté míře zvýšilo povědomí o alternativní formě financování prostřednictvím rizikového kapitálu, je doposud informovanost mezi veřejností i podnikatelskými subjekty velice nízká. Jako hlavní krok pro zvýšení informovanosti mezi veřejností lze doporučit soustředění se především na mladou generaci, na studenty, kteří často bývají tvůrci inovativních řešení, jsou ochotní více riskovat, jsou méně konzervativní, mají nové myšlenky, nápady a své podnikatelské plány, které chtějí po ukončení studia či už během něho uskutečnit. Nejsnadnějším způsobem se jeví konání různých přednášek, seminářů, školení, workshopů na toto téma, především pak na vysokých školách. Jako jistý krok vpřed v tomto směru lze považovat v současnosti probíhající vzdělávací semináře na vybraných vysokých školách pořádané nově vznikajícím Seed/VC fondem určeným pro mladé firmy, zájemce o podnikání a další osoby, včetně studentů.<sup>131</sup>

V souvislosti s univerzitami fungují v zahraničí tzv. spin-off společnosti, podnikatelské subjekty založené vysokými školami s cílem zrealizování výsledků výzkumu a vývoje, do kterých je často investováno rizikovým kapitálem. V podmínkách ČR by se mohla rozšířit praxe vytváření této formy spolupráce mezi spin-off společnostmi a univerzitami s pozitivním dopadem na rozvoj technologií a zvyšování inovativnosti českého prostředí.

Dobrý podnikatelský plán nemůže být uskutečněn v případě nedostatku soukromých investorů, českým případem jsou právě chybějící investoři, kteří by měli o podnikatelské záměry zájem. V tomto směru částečně vyřešilo Ministerstvo průmyslu a obchodu tento

---

<sup>131</sup>BUSINESSINFO. *Seed fond se představil na 15 vysokých školách* [online]. © 1997-2013 CzechTrade [vid. 2013-01-02]. Dostupné z: <http://www.businessinfo.cz/cs/clanky/seed-fond-se-predstavil-na-15-vysokych-skolach-26100.html>

nedostatek založením Seed fondu, který motivuje soukromé investory ke zhodnocení svých prostředků do začínajících firem. Výbornou motivací pro investory by mohly být například daňově uznatelné náklady v případě ztráty. Pro rozšíření okruhu soukromých investorů by měl být taktéž podporován vznik a rozvoj sítí business angels.

Jak vyplynulo z kapitoly 4.3, největší bariéra rozvoje rizikového kapitálu v České republice je následkem legislativního omezení investic penzijních fondů a pojišťoven, které sice investují do méně rizikových aktiv, ale o to méně výnosných. Plná implementace Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/41/ES by umožnila penzijním fondům a pojišťovnám investice do VC/PE. Z jmenované kapitoly taktéž plyne doporučení zjednodušit administrativní úkony, především při zakládání nových společností, a podpořit rozvinutí finančního trhu pro další rozvoj trhu rizikového rozvojového kapitálu a tím zvýšit i konkurenceschopnost země.

### **Dopad na MSP**

V rámci podpory malého a středního podnikání (především podpory inovativních společností) neexistoval v souvislosti s rizikovým kapitálem dlouhou dobu v České republice žádný speciální program. Od roku 2004 však došlo k významnému pokroku v oblasti vládní podpory výzkumu a vývoje. Za nedostatek lze ale považovat administrativně náročné uplatnění daňové podpory výzkumu a vývoje

Pozitivně lze hodnotit nízkou stanovenou sazbu daně z příjmů právnických osob v porovnání s ostatními zeměmi EU, která se za posledních 20 let neustále snižovala a v současnosti dosahuje 19 % a zatím není plánováno či navrhováno její zvýšení. V rámci mezinárodní komparace dle studie KPMG International<sup>132</sup>, která zkoumala celosvětový trend korporátních daní, vyplynul celosvětový pokles daní z příjmů z průměrné sazby 29 % v roce 2001 na 23 % v roce 2011. V České republice byl pokles ještě dynamičtější, kde ve stejném desetiletém období poklesla sazba z 31 % na 19 %, v porovnání – průměrné evropské klesly z úrovně cca 28 % na cca 20 %. Co v českém daňovém prostředí chybí,

---

<sup>132</sup> KPMG. *Corporate and Indirect Tax Survey 2011* [online]. ©KPMG International, September 2011 [vid. 2012-12-05]. Dostupné z: <http://www.kpmg.com/CZ/cs/IssuesAndInsights/ArticlesPublications/Press-releases/Documents/KPMG-Corporate-and-indirect-tax-survey.pdf>

jsou zvláštní daňové sazby pro MSP či začínající podniky, které by dále podpořily podnikatelské prostředí České republiky.

Podnikatelskému prostředí pozitivně nepřispívá vysoká administrativní zátěž při zakládání podniků. Dle závěru Rady pro konkurenceschopnost ze dne 31. května 2011<sup>133</sup> vyzvala Evropská komise členské státy k redukci počtu dní k založení podnikání na 3 dny v nákladech ne vyšších než 100 eur do roku 2012. Podle těchto kritérií s cílem zjednodušení administrativy pro začínající podniky je Česká republika řazena mezi 7 členských států, které zatím nesplnily ani jeden z těchto cílů. Průměrná doba k založení společnosti s ručením omezeným mezi členskými státy byla v roce 2011 6,5 dne s průměrnými náklady 397 eur, v České republice trvá úkon 15 dní s náklady ve výši 345 eur. Příkladem pro ČR může být Slovinsko, kde je založení společnosti bez nákladů s lhůtou 3 dny.

## **Odhad vývoje**

I přes nepříznivou situaci, která ve světě díky hospodářské krizi panuje, lze předpokládat, že pokud podnikatel přijde s výborným inovativním projektem, podaří se mu získat kapitál a s podnikatelským záměrem uspět. Lze očekávat, že jak význam rizikového a rozvojového kapitálu v České republice roste, měl by růst i nadále, jakož i v ostatních zemích střední a východní Evropy. Je ovšem třeba se spíše zaměřit na perspektivní obory, které mají vyšší ambice uspět na mezinárodních trzích. Lze se domnívat, že další růst podpoří i finanční zdroje EU, ovšem pouze v případě pokračující snahy České republiky přizpůsobit místní prostředí (kombinací prvků státní podpory a vhodné legislativy) soukromým subjektům, které příznivě ovlivní přístup MSP ke kapitálu. Česká republika a region CEE jsou považovány za stále atraktivnější oblasti pro investice PE/VC, výborným výsledkem regionu je 60% nárůst fundraisingu v roce 2010 oproti kontinentální Evropě se 13% nárůstem.

---

<sup>133</sup> EUROPEAN COMMISSION – ENTERPRISE AND INDUSTRY. *Small and medium-sized enterprises - Start-up procedures: progress in 2011* [online]. European Commission, 2. 2. 2012 [vid. 2012-12-05]. Dostupné z: [http://ec.europa.eu/enterprise/policies/sme/business-environment/start-up-procedures/progress-2011/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/enterprise/policies/sme/business-environment/start-up-procedures/progress-2011/index_en.htm)

Podle nejnovější zprávy Ernst & Young z roku 2012<sup>134</sup> sledující trendy v rizikovém kapitálu většina investic VC firem směřuje do vlastních domácích trhů, výjimku tvoří například Německo, Francie, Kanada a Spojené státy, kde investice z velké části směřují i za hranice těchto států a dle průzkumu 57 % VC firem plánuje mezinárodně zvýšit svoji aktivitu. Vě světovém měřítku lze tak v následujících letech očekávat další globalizaci odvětví soukromého kapitálu, se kterým je spojen i přesun pozornosti do rychle se rozvíjejících trhů jako je Čína a Indie, přestože leaderem stále pravděpodobně zůstanou Spojené státy. Podle sledovaných investičních aktivit Ernst & Young<sup>135</sup> za roky 2005-2011 si udržely USA<sup>136</sup> silné postavení s cca 70 % celkových světových investic, zatímco Evropa a Izrael spíše stagnovaly. Na asijském kontinentu ve stejném období aktivita Indie mírně rostla a Čína má dle posledních dat dokonce nakročeno stát se světovou dvojkou, čímž by sesadila v objemu investičních aktivit Evropu. Ta v důsledku dluhové krize a tlumeného potenciálu růstu v současnosti mírně ztratila na své odolnosti. Evropské odvětví rizikového kapitálu však dokázalo celkem vzdorovat vysoce nestálým kapitálovým trhům, a tak mírný pokles růstu investičních aktiv lze považovat jen za přechodné období a obecně je očekáván v budoucnu opět nový růst. V době přetrvávající ekonomické krize a nevyzpytatelných kapitálových trhů lze v celosvětovém měřítku tušit tendence zaměřené spíše na méně rizikové investice do pozdějších fází vývoje podniku. Z evropského pohledu je reálné očekávat rostoucí investiční aktivitu do IT technologií díky svým relativně nízkým kapitálovým nárokům v porovnání s výsledným potenciálně vysokým zhodnocením, ale také do odvětví zdravotní péče, které v roce 2011 dosáhlo největšího podílu na celkových VC investicích v Evropě. Reálné je taktéž očekávat vzestup nové kategorie investičního odvětví – čistých technologií vzhledem k narůstajícím debatám o klimatických změnách a vyčerpanosti neobnovitelných zdrojů, které taktéž nabízí vysoké potenciální výnosy a jsou v současnosti předmětem evropských politických diskusí.

---

<sup>134</sup> ERNST & YOUNG. *Globalizing venture capital – Global venture capital insights and trends report 2011* [online]. ©2012 EYGM Limited, s. 5-7 [vid. 2012-12-06]. Dostupné z: [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Globalizing\\_venture\\_capital\\_-\\_Global\\_venture\\_capital\\_insights\\_and\\_trends\\_report\\_2011/\\$FILE/Globalizing\\_venture\\_capital\\_Global\\_venture\\_capital\\_insights\\_and\\_trends\\_report\\_2011.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Globalizing_venture_capital_-_Global_venture_capital_insights_and_trends_report_2011/$FILE/Globalizing_venture_capital_Global_venture_capital_insights_and_trends_report_2011.pdf)

<sup>135</sup> Tamtéž, s. 10.

<sup>136</sup> Především Silicon Valley ve státě Massachusetts



## 4.6 Shrnutí

Financování formou rizikového a rozvojového kapitálu není dosud v ČR běžným způsobem investování a je stále řazen do alternativních forem financování, které podnikatelé vyhledávají až po zamítnutí úvěrového financování. Důvodem je i nedostatek domácích investorů, na kterých jsou závislé menší fondy zaměřené na rizikový kapitál. V České republice tak typicky působí fondy, jenž se zaměřují na investice v objemu nad 3 miliony eur, což vylučuje zájemce o rané fáze podnikání. Neochota investovat do počátečních fází projektů je však patrná i ve většině evropských zemích. Čím se ovšem ČR liší od západní Evropy, jsou preferovaná odvětví k financování rizikovým a rozvojovým kapitálem, kde v ČR chybí investice do vyspělých technologií, přestože se situace pomalu zlepšuje.

Státní podpora rizikového kapitálu v ČR donedávna chyběla, správným krokem by měl být chystaný vznik Seed/VC fondu, který běžně v ostatních evropských zemích funguje. V porovnání s ostatními státními výdaji je navíc forma spoluinvestování návratnou ziskovou investicí. V případě nepřímých forem státní podpory je třeba legislativních změn, které by umožnily zvýšit využívání této formy financování, kupříkladu odstraněním omezení penzijních fondů a pojišťoven investovat do rizikového kapitálu. Právě právní prostředí bylo EVCA negativně hodnoceno a ČR v roce 2008 obsadila dokonce poslední příčku mezi členskými zeměmi EU. Naopak kladně bylo vnímáno daňové prostředí, především pak klesající výše daňových sazeb, ovšem i zde je prostor ke zlepšení, například formou daňových úlev pro začínající podniky. Zmíněné návrhy společně s osvětou mezi podnikateli, investory i veřejností mohou být jednou z příčin následného rozvoje PE/VC investic s pozitivním dopadem na celou ekonomiku země.

## Závěr

Význam rizikového a rozvojového kapitálu spočívá v realizaci zajímavých podnikatelských myšlenek a vzniku rychle rostoucích, vysoce inovativních společností, které se následně mohou prosadit nejen na domácím, ale i na zahraničním trhu. Nejčastěji uváděným příkladem rychle se rozvíjející firmy vzniklé za přispění rizikového kapitálu je Google, z českých lze jmenovat oděvní značku Pietro Filippi nebo antivirovou společnost Avast. Prospěšnost a ekonomický význam rizikového a rozvojového kapitálu byl zkoumán několika studiemi, podle průzkumu EVCA z roku 2002<sup>137</sup> bylo jedním ze závěrů i zjištění, že téměř 60 % společností by bez rizikového kapitálu vůbec neexistovalo, nedocházelo by tak k vytváření nových pracovních míst a stát by přicházel nejen o příjmy z daní těchto podniků, ale taktéž by musel výdaji přispívat na nezaměstnané formou sociálních dávek. Jedna z posledních nezávislých studií prováděná společností Adveq v roce 2012<sup>138</sup> taktéž poukazuje na prospěšnost odvětví private equity nejen pro cílové společnosti a ekonomiku jako celek, ale také pro investory. Výzkum Adveq soustřeďující se na evropské hospodářství totiž uvádí i skutečnost, že odvětví private equity je nejen více stabilní než veřejné trhy, navíc však dlouhodobý charakter soukromých kapitálových investic lépe odpovídá potřebám institucionálních investorů. Z výše uvedených i dalších studií byl tak prokázán pozitivní vztah mezi ekonomickým růstem země a rozvinutostí rizikového a rozvojového kapitálu. Stát by se tudíž měl podílet na vytváření příznivých podmínek pro činnost veškerých subjektů spojených s rizikovým kapitálem, především pak s venture kapitálovými fondy.

Za největší bariéru v České republice lze považovat zákaz investic penzijních fondů a pojišťoven do rizikového kapitálu, kdy tímto omezením přicházejí fondy rizikového kapitálu o významné institucionální investory využívané hojně především ve Velké

---

<sup>137</sup> EVCA. *Survey of the Economic and Social Impact of Venture Capital in Europe* [online]. Brussels: European Private Equity and Venture Capital Association, ©2002, s. 5 [vid. 2012-10-12]. Dostupné z: [http://www.evca.eu/uploadedFiles/Home/Knowledge\\_Center/EVCA\\_Research/Economical\\_Impact/EconomicImpactofVentureCapital.pdf](http://www.evca.eu/uploadedFiles/Home/Knowledge_Center/EVCA_Research/Economical_Impact/EconomicImpactofVentureCapital.pdf)

<sup>138</sup> ADVEQ. *Benefits of Private Equity for the European Economy* [online]. [vid. 2012-12-10]. Dostupné z: [http://evca.eu/wp-content/uploads/2012/11/121031-Adveq\\_White\\_Paper\\_E-3.pdf](http://evca.eu/wp-content/uploads/2012/11/121031-Adveq_White_Paper_E-3.pdf)

Británii nebo USA. Dalšími limitujícími aspekty českého prostředí jsou nepříliš rozvinutý kapitálový trh, nízké povědomí u veřejnosti i podnikatelů, neochota vlastníků vzdát se ve společnosti své kapitálové účasti, ale také vysoká byrokracie. V oblasti státní podpory je tak třeba legislativních změn, které by dále umožnily zvýšit využívání této formy financování. Lze doufat, že chystaný vznik Seed/VC fondu bude správným krokem v podpoře začínajících podniků, který by posílil chybějící rizikové financování.

Sektor private equity v Evropě dlouhodobě projevuje schopnost reagovat na negativní ekonomický vývoj díky své flexibilitě, ale i podnikatelskému přístupu. Přestože nejistota způsobená stále probíhající hospodářskou krizí ovlivnila v posledních třech letech evropský trh private equity, lze se domnívat, že pokud bude zvolen podnikatelský přístup, ale také nové inovace, hledání nových odvětví a trhů, může být dosaženo dalšího úspěchu sektoru private equity v Evropě.

Cílem diplomové práce bylo charakterizovat význam rizikového a rozvojového kapitálu, analyzovat jeho roli v Evropě a vybraných evropských zemích a následně komparovat s prostředím v České republice. V práci bylo nahlíženo na celou skupinu private equity s důrazem na rizikový kapitál. V teoretické části byl především objasněn princip investování rizikovým a rozvojovým kapitálem a byly popsány hlavní subjekty spjaté s tímto procesem. Praktická část pak analyzovala a komparovala evropské prostředí a prostředí vybraných evropských států s hlavním důrazem na Českou republiku. V rámci České republiky byly zejména definovány překážky bránící rozvoji rizikového a rozvojového kapitálu a byla navržena možná doporučení pro jejich odstranění.

# Seznam literatury

## CITACE

CASELLI, S. *Private Equity and Venture Capital in Europe: Markets, Techniques, and Deals*. 1st ed. Oxford: Elsevier, 2010, s. 41-92. ISBN 978-0-12-375026-6.

DVOŘÁK, I. a P. PROCHÁZKA. *Rizikový a rozvojový kapitál*. 1. vyd. Praha: Management Press, 1998, s. 17-111. ISBN 80-85943-74-3.

GREGORIOU, G., M. KOOLI and R. KRAEUSSEL. *Venture capital in Europe*. 1st ed. Oxford: Elsevier, 2007, s. 3-61. ISBN 978-0-7506-8259-6.

METRICK, A. and A. YASUDA. *Venture Capital and the Finance of Innovation*. 2nd ed. Hoboken, NJ: John Wiley & Sons, 2011, s. 9-28. ISBN 978-0-470-45470-1.

NÝVLTOVÁ, R. a M. REŽŇÁKOVÁ. *Mezinárodní kapitálové trhy – zdroj financování*. 1. vyd. Praha: Grada Publishing, 2007, s. 104-124. ISBN 978-80-247-1922-1.

NÝVLTOVÁ, R. a P. MARINIČ. *Finanční řízení podniku – Moderní metody a trendy*. 1. vyd. Praha: Grada Publishing, 2010, s. 98. ISBN 978-80-247-3158-2.

KISLINGEROVÁ, E., et al. *Inovace nástrojů ekonomiky a managementu organizací*. 1. vyd. Praha: C. H. Beck, 2008, 96-102. ISBN 978-80-7179-882-8.

KISLINGEROVÁ, E., I. NOVÝ, et al. *Chování podniku v globalizujícím se prostředí*. 1. vyd. Praha: C. H. Beck, 2005, 194-195. ISBN 80-7179-847-9.

VALACH, J. *Investiční rozhodování a dlouhodobé financování*. 1. vyd. Praha: Ekopress, 2001, 336-338. ISBN 80-86119-38-6.

VALACH, J. *Investiční rozhodování a dlouhodobé financování*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2006, s. 351. ISBN 80-86929-01-9.

ADVEQ. *Benefits of Private Equity for the European Economy* [online]. [vid. 2012-12-10]. Dostupné z: [http://evca.eu/wp-content/uploads/2012/11/121031-Adveq\\_White\\_Paper\\_E-3.pdf](http://evca.eu/wp-content/uploads/2012/11/121031-Adveq_White_Paper_E-3.pdf)

ANDRŠOVÁ, Irena. *Andělští investoři ve financování podniku v ČR* [online]. Diplomová práce. Brno: Masarykova univerzita, Ekonomicko-správní fakulta, 2009, s. 65

[vid. 2012-10-29]. Dostupné z: [http://is.muni.cz/th/255271/esf\\_m/Diplomova\\_prace\\_-\\_text.pdf](http://is.muni.cz/th/255271/esf_m/Diplomova_prace_-_text.pdf)

AFIC. *French Private Equity Association* [online]. [vid. 2012-10-02]. Dostupné z:

[http://www.afic.asso.fr/Website/site/eng\\_accueil.htm](http://www.afic.asso.fr/Website/site/eng_accueil.htm)

BETTIGNIES, J. and J. A. BRANDER. Financing entrepreneurship: Bank finance versus venture capital. *Journal of Business Venturing* [online]. Elsevier, 2007, volume 22, s. 809

[vid. 2011-11-30]. Dostupné z: 10.1016/j.jbusvent.2006.07.005.

BRANDIS, H. and J. WHITMIRE. *Earlybird Europe Venture Capital Report* [online].

Earlybird Venture Capital, July 2011 [vid. 2012-07-20]. Dostupné z:

<http://www.slideshare.net/earlybirdjason/earlybird-europe-venture-capital-report>

BUNDESVERBAND DEUTSCHER KAPITALBETEILUNGSGESSELLSCHAFTEN.

*About us* [online]. © 2012 BVK e.V., [vid. 2012-10-24]. Dostupné z:

[http://www.bvkap.de/privateequity.php/cat/63/aid/96/title/About\\_us](http://www.bvkap.de/privateequity.php/cat/63/aid/96/title/About_us)

BUSINESSINFO. *Seed fond se představil na 15 vysokých školách* [online]. © 1997-2013

*CzechTrade* [vid. 2013-01-02]. Dostupné z: <http://www.businessinfo.cz/cs/clanky/seed-fond-se-predstavil-na-15-vysokych-skolach-26100.html>

BUSINESSINFO. *Seed/Venture kapitálový fond* [online]. © 1997-2013 *CzechTrade*

[vid. 2013-01-02]. Dostupné z: <http://www.businessinfo.cz/cs/clanky/mpo-oppi-seed-venture-kapitalovy-fond-3787.html>

BRITISH PRIVATE EQUITY & VENTURE CAPITAL ASSOCIATION. *Our mission*

[online]. © BVCA 2012 [vid. 2012-10-11]. Dostupné z: <http://www.bvca.co.uk/About-BVCA/features/OurMission>

BVCA. *Private Equity and Venture Capital Report on Investment Activity in 2011*

[online]. London: British Private Equity & Venture Capital Association, 2012, s. 3

[vid. 2012-10-10]. Dostupné z: [http://admin.bvca.co.uk/library/documents/RIA\\_2011.pdf](http://admin.bvca.co.uk/library/documents/RIA_2011.pdf)

BVK. *Private Equity Investor Brief* [online]. Berlin: German Private Equity and Venture Capital Association, December 2011/January 2012, s. 1-3 [vid. 2012-10-24]. Dostupné z: [http://www.bvkap.de/media/file/412.PE\\_Investorenbrief\\_2011\\_2012.pdf](http://www.bvkap.de/media/file/412.PE_Investorenbrief_2011_2012.pdf)

CVCA. *NÁVRH ZÁKONA O INVESTIČNÍCH SPOLEČNOSTECH A INVESTIČNÍCH FONDECH - Stanovisko The Czech Private Equity and Venture Capital Association (CVCA)* [online]. Praha: CVCA, 14. května 2012 [vid. 2012-11-09]. Dostupné z: [http://www.cvca.cz/images/cvca\\_UK-Ke-stazeni/5-file-File-CVCA\\_re\\_konzultace\\_novy\\_ZISIF.pdf](http://www.cvca.cz/images/cvca_UK-Ke-stazeni/5-file-File-CVCA_re_konzultace_novy_ZISIF.pdf)

CVCA. *Private equity & venture capital v České republice – Adresář členů CVCA* [online]. Praha: Czech private equity & venture capital association, 2010, s. 5-6 [vid. 2011-11-04]. Dostupné z: [http://www.cvca.cz/images/cvca\\_UK-Ke-stazeni/4-file-File-CVCA\\_-\\_ADRESAR.pdf](http://www.cvca.cz/images/cvca_UK-Ke-stazeni/4-file-File-CVCA_-_ADRESAR.pdf)

CVCA. *O nás* [online]. Copyright © 2010 Czech Private Equity & Venture Capital Association, s.r.o. [2012-11-15]. Dostupné z: <http://www.cvca.cz/cs/o-nas/>

CVCA. *Přidružení členové* [online]. Copyright © 2010 Czech Private Equity & Venture Capital Association, s.r.o. [2012-11-15]. Dostupné <http://www.cvca.cz/cs/clenove-asociace/pridruzeni-clenove/>

CVCA. *Řádní členové* [online]. Copyright © 2010 Czech Private Equity & Venture Capital Association, s.r.o. [2012-11-15]. Dostupné z: <http://www.cvca.cz/cs/clenove-asociace/radni-clenove/>

CZECHINVEST. *Business Angels* [online]. ©1994-2012 CzechInvest [vid. 2011-11-18]. Dostupné z: <http://www.czechinvest.org/business-angels>

CZECHINVEST. *Jak napsat podnikatelský plán* [online]. Praha: Czech Invest, 2005, s. 50-81 [vid. 2011-12-23]. Dostupné z: <http://www.czechinvest.org/data/files/podnikatelsky-plan-48-cz.pdf>

ERNST & YOUNG. *Globalizing venture capital – Global venture capital insights and trends report 2011* [online]. ©2012 EYGM Limited, s. 5-10 [vid. 2012-12-06]. Dostupné z: [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Globalizing\\_venture\\_capital\\_-\\_Global\\_venture\\_capital\\_insights\\_and\\_trends\\_report\\_2011/\\$FILE/Globalizing\\_venture\\_capital\\_Global\\_venture\\_capital\\_insights\\_and\\_trends\\_report\\_2011.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Globalizing_venture_capital_-_Global_venture_capital_insights_and_trends_report_2011/$FILE/Globalizing_venture_capital_Global_venture_capital_insights_and_trends_report_2011.pdf)

EUROPEAN COMMISSION – ENTERPRISE AND INDUSTRY.

*Small and medium-sized enterprises – Start-up procedures: progress in 2011* [online].

European Commission, 2. 2. 2012 [vid. 2012-12-05]. Dostupné z:

[http://ec.europa.eu/enterprise/policies/sme/business-environment/start-up-procedures/progress-2011/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/enterprise/policies/sme/business-environment/start-up-procedures/progress-2011/index_en.htm)

EUROPEAN VENTURE CAPITAL AND PRIVATE EQUITY ASSOCIATION.

*About EVCA* [online]. ©2012 EVCA.EU, [vid. 2012-10-12]. Dostupné z:

<http://www.evca.eu/about/default.aspx?id=402>

EVCA. *Central and Eastern Europe Statistics 2011* [online]. Brussels: European Private Equity and Venture Capital Association, ©August 2012, [vid. 2012-09-24]. Dostupné z:

<http://www.evca.eu/publications/PBCEE11.pdf>

EVCA. *EVCA Yearbook 2012* [online]. Brussels: European Private Equity and Venture Capital Association, ©2012, s. 24-31 [vid. 2012-07-27]. Dostupné z:

[http://www.evca.eu/uploadedfiles/home/knowledge\\_center/evca\\_research/Yearbook\\_2012\\_Presentation\\_EVCA\\_Public\\_120530.pdf](http://www.evca.eu/uploadedfiles/home/knowledge_center/evca_research/Yearbook_2012_Presentation_EVCA_Public_120530.pdf)

EVCA. *EVCA Yearbook 2012 – Europe and Country Tables* [online]. Brussels: European Private Equity and Venture Capital Association, ©2012 [vid. 2012-09-25]. Dostupné z:

[http://www.evca.eu/uploadedfiles/home/press\\_room/Yearbook\\_2012\\_EUROPE&COUNTRY\\_Tables.xls](http://www.evca.eu/uploadedfiles/home/press_room/Yearbook_2012_EUROPE&COUNTRY_Tables.xls)

EVCA. *Guide on Private Equity and Venture Capital for Entrepreneurs* [online].

Brussels: European Private Equity and Venture Capital Association, ©2007, s. 8-35 [vid. 2012-01-12]. Dostupné z:

[http://www.evca.eu/uploadedFiles/Home/Toolbox/Introduction\\_Tutorial/EVCA\\_PEVCguide.pdf](http://www.evca.eu/uploadedFiles/Home/Toolbox/Introduction_Tutorial/EVCA_PEVCguide.pdf)

EVCA. *Survey of the Economic and Social Impact of Venture Capital in Europe* [online].

Brussels: European Private Equity and Venture Capital Association, ©2002, s. 5 [vid. 2012-10-12]. Dostupné z:

[http://www.evca.eu/uploadedFiles/Home/Knowledge\\_Center/EVCA\\_Research/Economic\\_Impact/EconomicImpactofVentureCapital.pdf](http://www.evca.eu/uploadedFiles/Home/Knowledge_Center/EVCA_Research/Economic_Impact/EconomicImpactofVentureCapital.pdf)

EVCA and KPMG. *Benchmarking European Tax and Legal Environments* [online]. Brussels: European Private Equity and Venture Capital Association, October 2008, s. 11 [vid. 2012-11-01]. Dostupné z: [http://www.evca.cz/files/Benchmark\\_2008.pdf](http://www.evca.cz/files/Benchmark_2008.pdf).

KPMG. *Corporate and Indirect Tax Survey 2011* [online]. ©KPMG International, September 2011 [vid. 2012-12-05]. Dostupné z: <http://www.kpmg.com/CZ/cs/IssuesAndInsights/ArticlesPublications/Press-releases/Documents/KPMG-Corporate-and-indirect-tax-survey.pdf>

OPERAČNÍ PROGRAM PODNIKÁNÍ A INOVACE– Ministerstvo průmyslu a obchodu. *Seed/Venture kapitálový fond* [online]. ©2010 MPO [vid. 2012-11-01]. Dostupné z: <http://www.mpo-oppi.cz/odkazy/254-stat-nakoupi-dobre-napady-specialni-fond-predstavi-v-lednu.html>

RAJCHLOVÁ, J. a M. BARANYKOVÁ. *Legislativní a institucionální bariéry rozvoje financování private equity a venture kapitálem v České republice* [online]. Brno: Vysoké učení technické v Brně, ústav financí, 2011, s. 4-6 [vid. 2012-11-29]. Dostupné z: [http://www.konference.fbm.vutbr.cz/workshop/papers/papers2011/finance/Rajchlova\\_Baranykova.pdf](http://www.konference.fbm.vutbr.cz/workshop/papers/papers2011/finance/Rajchlova_Baranykova.pdf)

TECHJOURNAL. *Venture capital performance in Europe outperforming U.S., report says* [online]. Techjournal, ©2011 [vid. 2012-07-20]. Dostupné z: <http://www.techjournal.org/2011/07/venture-capital-performance-in-europe-outperforming-u-s-report-says>

TOMAN, P. a L. KOUSALOVÁ. Státní podpora venture kapitálu v České republice. *Journal of Competitiveness* [online]. Zlín: Fakulta managementu a ekonomiky UTB ve Zlíně, 2011, č. 1, s. 116-130 [vid. 2012-10-15]. ISSN 1804-1728. Dostupné z: <http://www.cjournal.cz/files/51.pdf>

TYABJI, H. and V. SATHE. *Venture capital firms in Europe vs. America: The under performers* [online]. Ivey Business Journal, March/April 2011 [vid. 2012-07-20]. Dostupné z: <http://www.iveybusinessjournal.com/topics/global-business/venture-capital-firms-in-europe-vs-america-the-under-performers>



Zákon č. 513/1991 Sb., Obchodní zákoník. Část druhá: Obchodní společnosti a družstvo, Hlava I: Obchodní společnosti, Díl III: Komanditní společnost, Oddíl 1: Základní ustanovení, § 93 (1).

## **BIBLIOGRAFIE**

ASSOCIATION FRANÇAISE DES INVESTISSEURS POUR LA CROISSANCE  
[online]. Dostupné z: <http://www.afic.asso.fr>

ARUNDALE, K. *Raising Venture Capital Finance in Europe*. 1st ed.  
London: Kogan Page Publishers, 2007. ISBN 978-0-7494-4849-3.  
British Private Equity and Venture Capital Association [online]. Dostupné z:  
<http://www.bvca.co.uk>

CMS and DEALWATCH. *Emerging Europe: M&A Report 2011* [online].  
© CMS Legal Services EEIG, April 2012, [vid. 2012-09-24]. Dostupné z:  
[http://www.cvca.cz/images/cvca\\_UK-Ke-stazeni/6-file-File-CMS\\_DealWatch\\_Emerging\\_Europe\\_MAFINAL.pdf](http://www.cvca.cz/images/cvca_UK-Ke-stazeni/6-file-File-CMS_DealWatch_Emerging_Europe_MAFINAL.pdf)

CUMMING J., D. and S. A. JOHAN. *Venture Capital and Private Equity Contracting: An International Perspective*. 1st ed. Oxford: Elsevier, 2009. ISBN 978-0-12-198581-3.

CVCA. *Government involvement in the venture capital industry: International comparisons* [online]. Canada's Venture Capital and Private Equity Association, May 2010 [vid. 2012-11-10]. Dostupné z:  
[http://www.cvca.ca/files/Downloads/Government\\_Involvement\\_in\\_the\\_VC\\_Industry\\_Intl\\_Comparisons\\_May\\_2010.pdf](http://www.cvca.ca/files/Downloads/Government_Involvement_in_the_VC_Industry_Intl_Comparisons_May_2010.pdf)

CZECH PRIVATE EQUITY AND VENTURE CAPITAL ASSOCIATION [online].  
Dostupné z: <http://www.cvca.cz>

DER BUNDESVERBAND DEUTSCHER  
KAPITALBETEILIGUNGSGESELLSCHAFTEN [online]. Dostupné z:  
<http://www.bvkap.de>

EUROPEAN PRIVATE EQUITY AND VENTURE CAPITAL ASSOCIATION [online].

Dostupné z: <http://evca.eu>

FOTR, J. *Strategické finanční plánování*. 1. vyd. Praha: Grada Publishing, 1999.

ISBN 80-7169-694-3.

FOTR, J. a I. SOUČEK. *Podnikatelský záměr a investiční rozhodování*. 1. vyd.

Praha: Grada Publishing, 2005. ISBN 80-247-0939-2.

HINDLS, R., R. HOLMAN a S. HRONOVÁ. *Ekonomický slovník*. 1. vyd.

Praha: C. H. Beck, 2003. ISBN 80-7179-819-3.

KISLINGEROVÁ, E, et al. *Manažerské finance*. 3. vyd. Praha: C. H. Beck, 2010.

ISBN 978-80-7400-194-9.

MINISTERSTVO OBCHODU A PRŮMYSLU ČR. *Operační program podnikání*

*a inovace* [online]. Praha: MPO, červenec 2010 [vid. 2012-11-20]. Dostupné z:

<http://www.strukturalni-fondy.cz/CMSPages/GetFile.aspx?guid=07baa511-51e7-48d1-bdf9-e80421e76469>

NÝVLTOVÁ, R. a P. MARINIČ. *Finanční řízení podniku – Moderní metody a trendy*.

1. vyd. Praha: Grada Publishing, 2010. ISBN 978-80-247-3158-2.

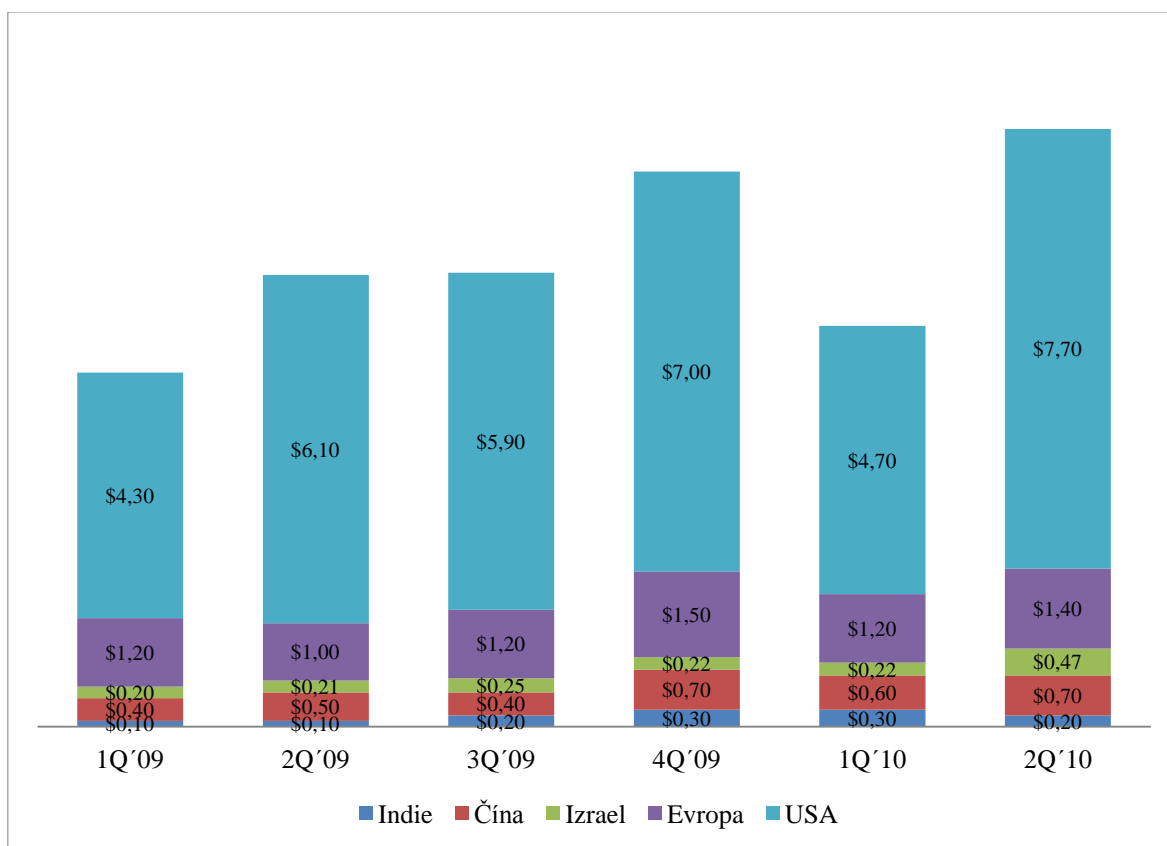
SYNEK, M., et al. *Manažerská ekonomika*. 4. vyd. Praha: Grada Publishing, 2007.

ISBN 978-80-247-1992-4.

# Seznam příloh

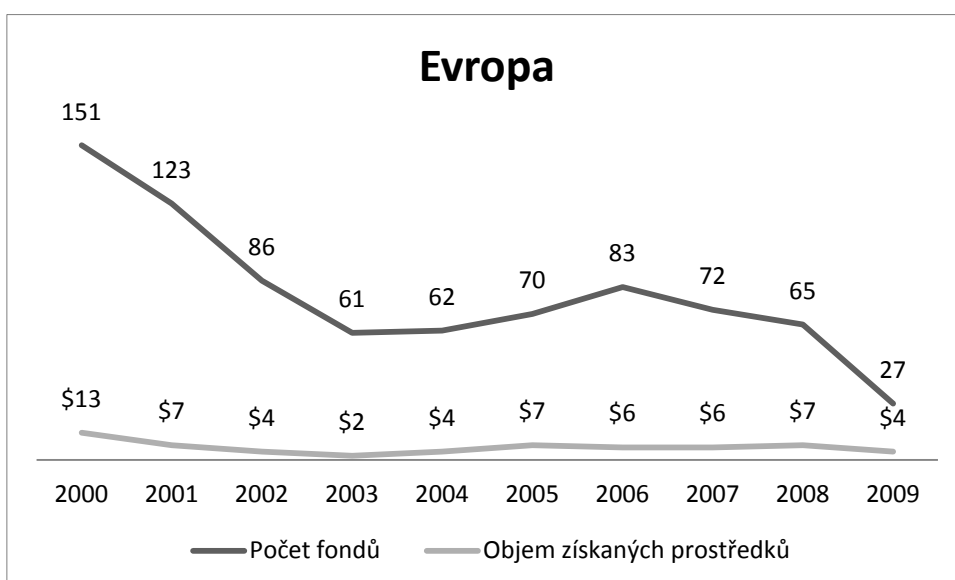
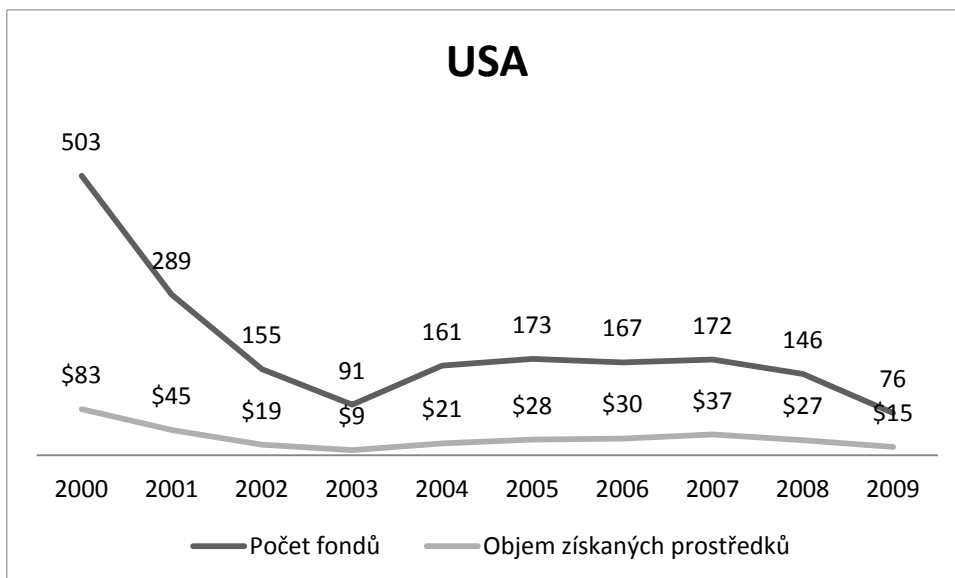
- Příloha A: Přehled činností rizikového kapitálu v Evropě, USA a vybraných zemí Asie  
(2 str.)
- Příloha B: Obsah pojmů užitých ve statistikách (3 str.)
- Příloha C: Objemy získaných prostředků fondy rizikového a rozvojového kapitálu  
v Evropě (1 str.)
- Příloha D: Přehled uskutečněných investic private equity a rizikového kapitálu v Evropě  
(3 str.)
- Příloha E: Objemy dezinvestic v členění na jednotlivé typy v Evropě (1 str.)
- Příloha F: Investice rizikového a rozvojového kapitálu vyjádřené v procentech HDP  
(2 str.)
- Příloha G: Data z EVCA (2 str.)

Příloha A: Přehled činností rizikového kapitálu v Evropě, USA a vybraných zemích Asie



Obrázek A1: Čtvrtletní investice rizikového kapitálu v globálním členění v mld. US \$

Zdroj: Ernst&Young, Dostupné z: <http://www.ey.com/GL/en/Services/Strategic-Growth-Markets/Global-venture-capital-insights-and-trends-report>



Obrázek A2: Porovnání počtu fondů a upsaného kapitálu na rizikový kapitál v Evropě a Spojených státech v mld. US \$

Zdroj: Ernst&Young, Dostupné z: <http://www.ey.com/GL/en/Services/Strategic-Growth-Markets/Global-venture-capital-insights-and-trends-report>

## Příloha B: Obsah pojmů užitých ve statistikách

### **Fundraising - celkové prostředky upsané fondy private equity**

Jedná se o přímé finanční prostředky, současně spravované a primárně zaměřené na investice v Evropě. Fondy zahrnuté ve statistikách zahrnují: private equity fondy, mezaninové private equity fondy, spolupracující investiční fondy, záchranné/turnaround fondy. Ze statistik jsou vyloučeny tyto fondy: fondy infrastruktury, realitní fondy, dluhové fondy, primární fondy fondů, sekundární fondy fondů.

### **Fondy dle stádia zaměření**

- Early-stage fond: fond rizikového kapitálu zaměřený na investice do společností v raných fázích svého života.
- Later-stage fond: fond rizikového kapitálu zaměřený na investice do pozdějších fází společností, které potřebují finanční prostředky pro svoji expanzi.
- Vyvážený fond: fond rizikového kapitálu zaměřený jak na počáteční stádium, tak na další růst společností.
- Rozvojový fond: fond, jehož strategií je investovat do relativně zralé společnosti, která hledá kapitál na rozšíření nebo restrukturalizaci.
- Buyout fond: fond, jehož strategií je získávat další podniky.
- Mezaninový fond: fond, který poskytuje dluh k usnadnění financování odkupů.
- Všeobecný fond: fond se zaměřením investic do všech stádií private equity či široké oblasti investičních aktivit.

### **Typy investorů**

- Korporační investor: firmy, které vyrábějí produkty (výrobní společnosti) nebo nabízejí nefinanční služby.
- Dotační investor: instituce, které jsou uděleny peníze (a případně i další majetek) prostřednictvím daru s podmínkou investovat je a využít zisky pro specifické cíle.
- Rodinná kancelář: kancelář, která poskytuje služby jako řízení investic a další služby (účetní, daňové a finanční poradenství ...) jedné nebo několika rodinám.
- Nadace: nezisková organizace, jejíž prostřednictvím je soukromý majetek distribuován pro veřejné účely (nejčastěji dobročinné účely).

- Fond fondů: fond private equity, který zejména obsazuje akciové pozice jiných fondů.
- Další správce aktiv: finanční instituce (jiné než banky, nadace, pojišťovny nebo penzijní fondy) řídící kapitál prostřednictvím investic do mnoha tříd aktiv s cílem vytvářet finanční výnosy.
- Vládní subjekty: regionální, státní a evropské agentury nebo instituce pro inovaci a rozvoj (včetně struktur jako jsou EBRD nebo EIF).
- Státní investiční fond: státem vlastněný investiční fond spravující peníze plynoucí z rezerv dané země.

### **Investice**

- Průmyslové statistiky: jsou agregací údajů podle země původu private equity firem, týká se tedy investic, které evropské private equity firmy umístili do cílových společností bez ohledu na zemi původu těchto společností.
- Tržní statistiky: jsou agregací údajů podle umístění portfolia společnosti, týká se tak investic do evropských společností bez ohledu na původ private equity firem.
- Hodnota kapitálu: je objemem investovaného kapitálu ve formě nabytí akcií v podniku.

### **Investice dle stádia rozvoje**

Do rizikového kapitálu (venture capital) je zařazen:

- Zárodečný kapitál (seed): finanční prostředky poskytované na výzkum, posouzení a vypracování počáteční koncepce než firma dosáhne počáteční fáze.
- Startovní kapitál (start-up): finanční prostředky poskytované společností na vývoj výrobku či na první uvedení na trh. Společnosti mohou být ve fázi založení nebo už kratší dobu podnikají, ale zatím neprodávají své produkty.
- Následný kapitál (later-stage): finanční prostředky poskytnuté na rozšíření fungující společnosti, která může a nemusí obchodovat se ziskem. Následný kapitál inklinuje k financování společností, které jsou již zajištěny rizikovým kapitálem.

Do private equity je zahrnut:

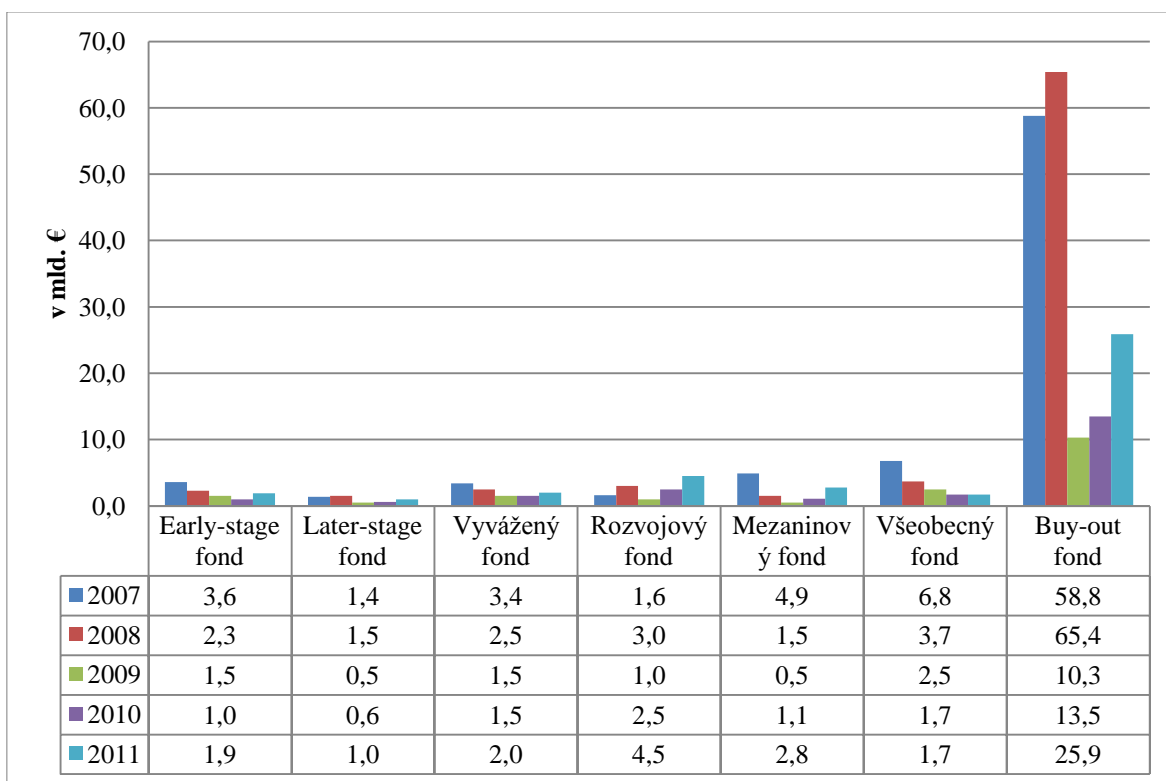
- Rozvojový kapitál (growth): typ kapitálových investic, nejčastěji s minoritním podílem, v relativně vyspělých společnostech, které hledají kapitál na rozšíření nebo restrukturalizaci činností, či plánují vstoupit na nové trhy.
- Záchrané financování (rescue/turnaround): financování existujícího podniku zatíženého problémy s ohledem na obnovení prosperity.
- Náhradní financování (replacement): nákup menšinového podílu stávajících akcií podniku od jiné private equity firmy nebo od jiného podílníka či podílníků.
- Odkupy (buyout): financování poskytované k získání společnosti, jedná se o značné množství vypůjčených peněz na pokrytí nákladů akvizice.

### **Dezinvestice (divestments)**

- Prodej cestou veřejné nabídky: veřejný prodej akcií podniku poprvé od uvedení společnosti na burze.
- Splátka jistiny úvěrů: pokud private equity firma poskytla úvěry nebo nakoupila prioritní akcie ve společnosti v době investice, pak jejich splácení v závislosti na umořovacím plánu představuje snížení finančního nároku firmy do společnosti, a tudíž odprodej.
- Splácení vkladu tichého společníka: tichá společnost patří k nástrojům tzv. mezaninového financování, které je podobné dlouhodobému bankovnímu úvěru, ale na rozdíl od něj, tichý společník podléhá ustanovení v případě platební neschopnosti, kdy jsou všichni ostatní věřitelé vyplaceni před tichým společníkem.
- Odprodej jinému private equity domu: viz odprodej finanční instituci.
- Odprodej finanční instituci: Prodej firemních akcií bankám, pojišťovnám, penzijním fondům, nadacím a jiných správcům kromě další private equity firmy.
- Obchodní prodej: Prodej akcií společnosti průmyslovým investorům.
- Odprodej formou odpisu: Úplné nebo částečné odepsání hodnoty portfolia společnosti na nulu nebo symbolickou částku (prodej v nominální hodnotě) s následným exitem ze společnosti nebo snížením vlastněných akcií. Hodnota investice je vyloučena a její návratnost se se blíží -100 %.



## Příloha C: Objemy upsaného kapitálu fondy rizikového a rozvojového kapitálu v Evropě



Obrázek C1: Získané prostředky fondů rizikového a rozvojového kapitálu v Evropě v průběhu let 2007-2011 dle stádia zaměření fondu

Zdroj: EVCA Yearbook 2012.

Tabulka C2: Počet subjektů působících v oblasti rizikového kapitálu v roce 2011 v Evropě

Subjekty rizikového kapitálu působící v roce 2011 v Evropě	
Počet fondů celkem	135
Počet firem rizikového kapitálu celkem	105

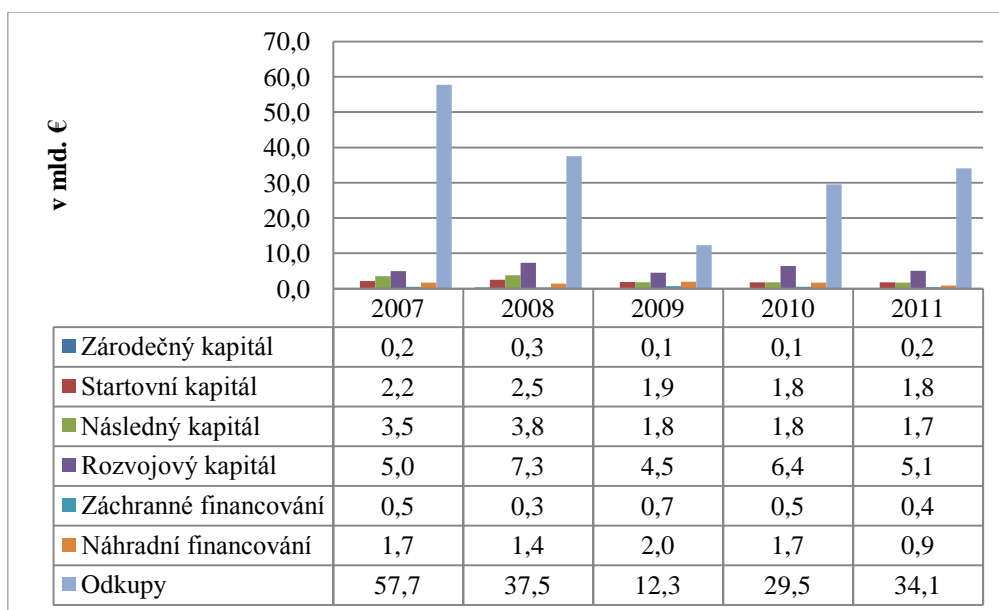
Zdroj: EVCA Yearbook 2012.

Tabulka C3: Počet subjektů působících v oblasti odkupů v roce 2011 v Evropě

Subjekty private equity působící v roce 2011 v Evropě	
Počet fondů celkem	116
Počet private equity firem	108

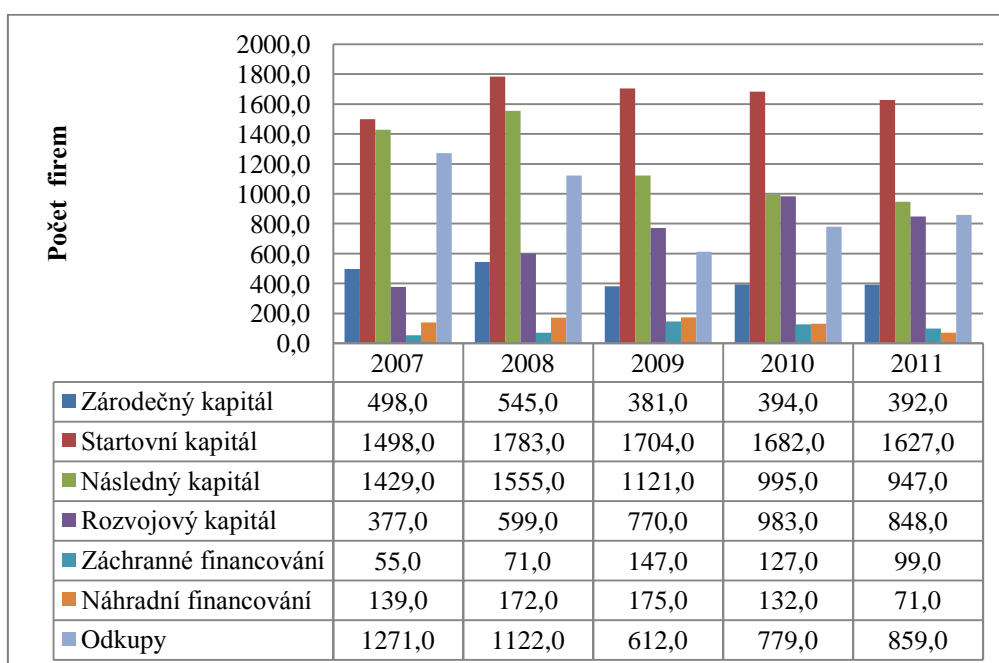
Zdroj: EVCA Yearbook 2012.

## Příloha D: Přehled uskutečněných investic private equity a rizikového kapitálu v Evropě



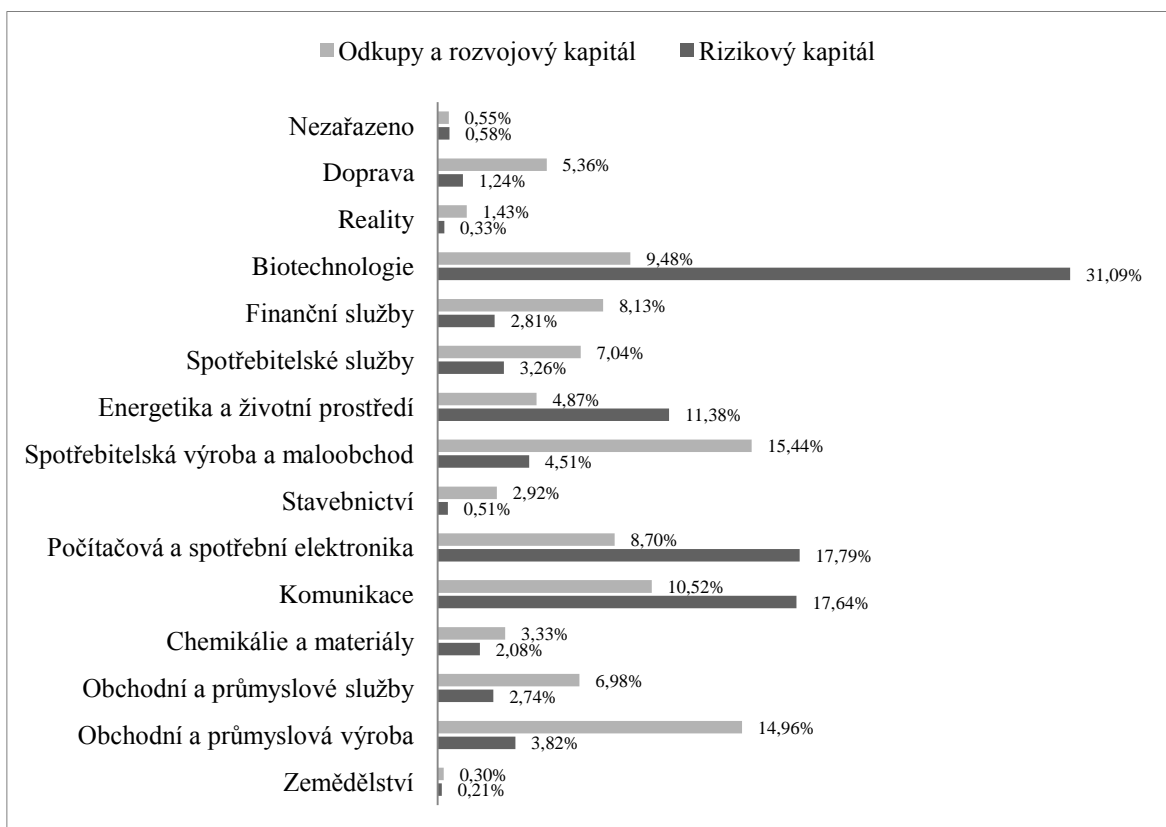
Obrázek D1: Objem investic do různých stádií rozvoje v letech 2007-2011 v Evropě (tržní statistika)

Zdroj: EVCA Yearbook 2012.



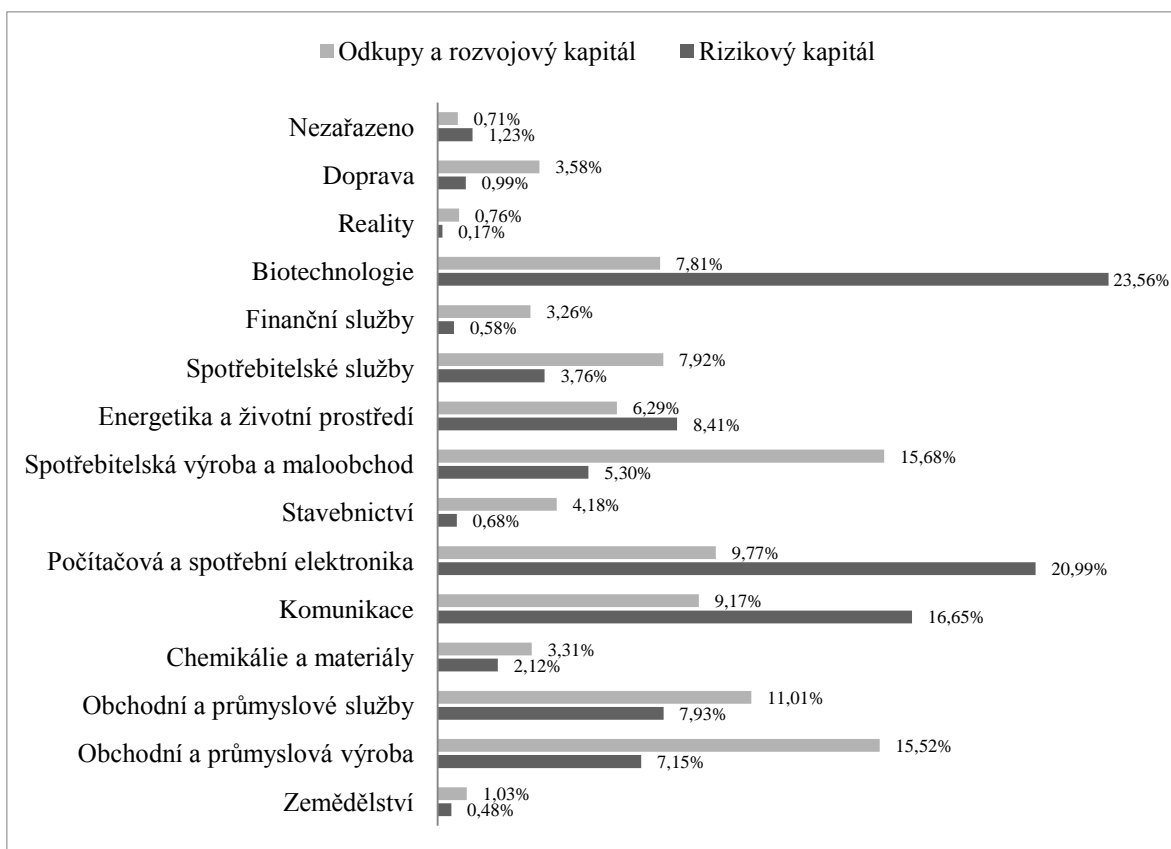
Obrázek D2: Počet investovaných firem dle fáze rozvoje v letech 2007-2011 v Evropě (tržní statistika)

Zdroj: EVCA Yearbook 2012.



Obrázek D3: Podíl jednotlivých sektorů na rizikovém a rozvojovém kapitálu a odkupech dle objemu investované částky v Evropě v roce 2011 (tržní statistika)

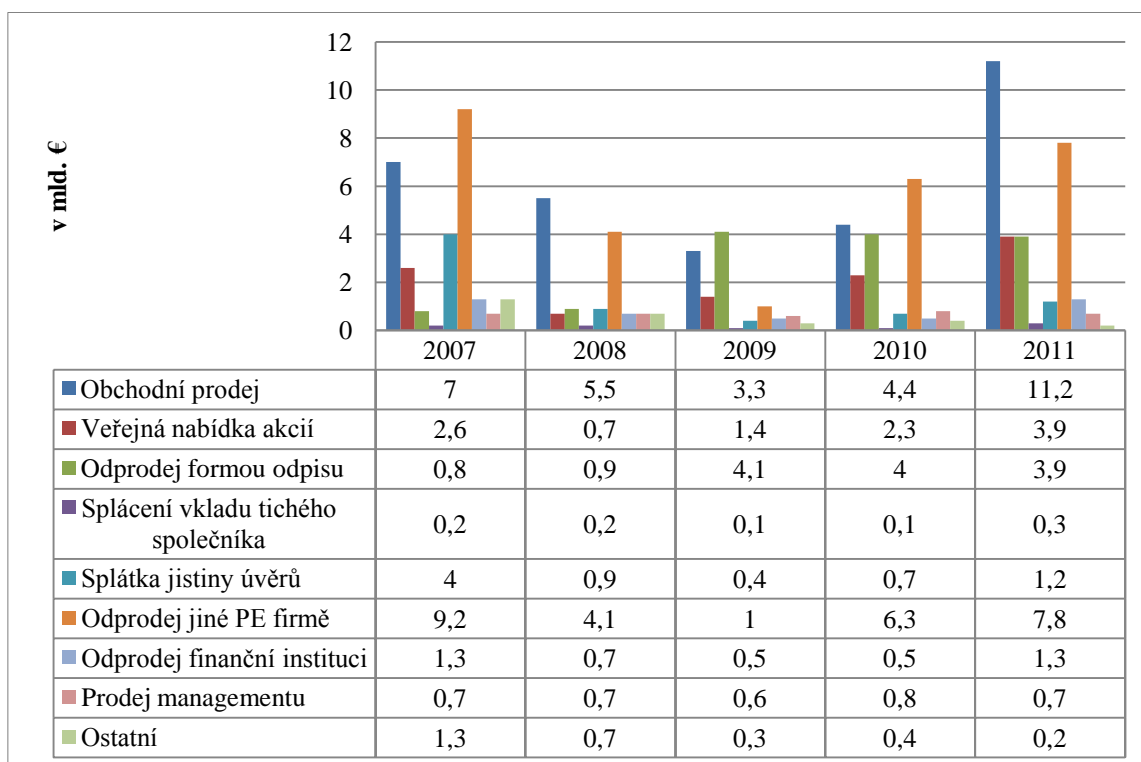
Zdroj: EVCA Yearbook 2012.



Obrázek D4: Podíl jednotlivých sektorů na rizikovém a rozvojovém kapitálu a odkupech dle počtu investovaných firem v Evropě v roce 2011 (tržní statistika)

Zdroj: EVCA Yearbook 2012.

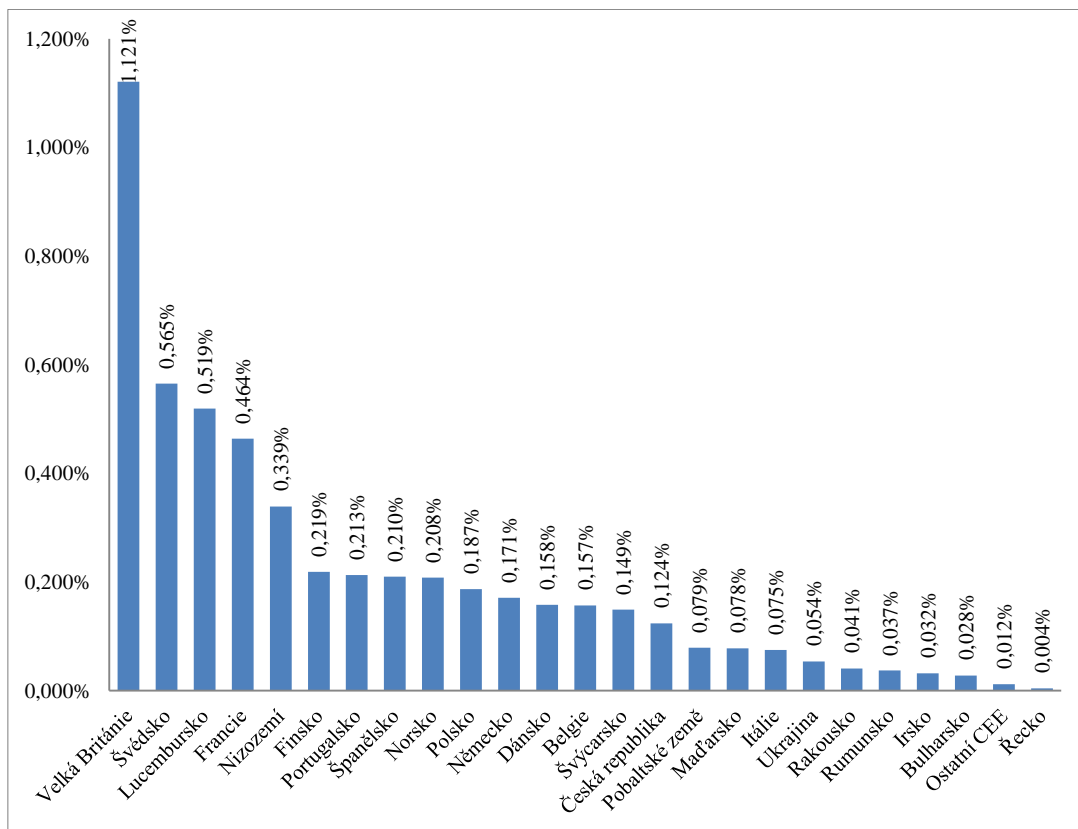
## Příloha E: Objemy dezinvestic v členění na jednotlivé typy v Evropě



Obrázek E1: Různé formy exitů uskutečněných v Evropě v letech 2007-2011 v pořizovacích cenách (průmyslová statistika)

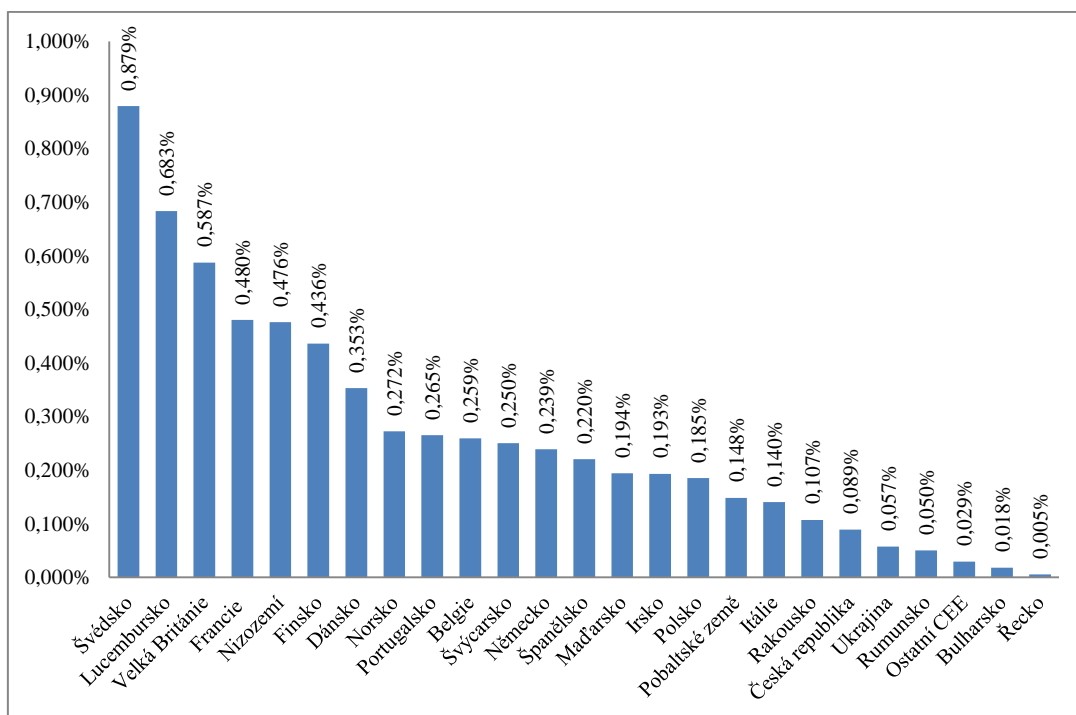
Zdroj: EVCA Yearbook 2012.

**Příloha F: Investice rizikového a rozvojového kapitálu vyjádřené v procentech HDP**



*Obrázek F1: Investice do rizikového a rozvojového kapitálu vyjádřené v procentech HDP v roce 2011 (průmyslová statistika – dle země investora)*

Zdroj: EVCA Yearbook 2012.



Obrázek F2: Investice do rizikového a rozvojového kapitálu vyjádřené v procentech HDP v roce 2011 (tržní statistika – dle země cílové společnosti)

Zdroj: EVCA Yearbook 2012.

## Příloha G: Data z EVCA

EVCA (European Private Equity and Venture Capital Association) je hlavním zdrojem pro průmyslová data a reporty od roku 1984 v Evropě.

### **Data činností - PEREP\_Analytics**

V roce 2007 založila EVCA PEREP\_Analytics komplexní, nekomerční, celoevropskou databázi private equity s vlastními zdroji a zaměstnanci umožňující důkladný výzkum aktivity soukromého kapitálu. Pro členy EVCA je povinnost podílet se na těchto šetření, z dat pak EVCA publikuje Čtvrtletní index činnosti (Quarterly Activity Index) a Ročenku (Yearbook). Produkci Ročenky je roční průzkum činností, především pak monitorování činnosti v členění na získávání prostředků (fundraising), investice a prodeje (divestments). PEREP\_Analytics je sdružující celoevropskou platformou statistik následujících private equity asociací: APCRI (Portugalsko), AVCO (Rakousko), BVA (Belgie), BVK (Německo), CVCA (Česká republika), CVCA (Chorvatsko), DVCA (Dánsko), EstVCA (Estonsko), EVCA (Evropa), FVCA (Finsko), HVCA (Maďarsko), IVCA (Irsko), LTVCA (Litva), NVCA (Norsko), NVP (Nizozemsko), PSIK (Polsko), SECA (Švýcarsko), SEEPEA (Jihovýchodní Evropa), SLOVCA (Slovensko) a SVCA (Švédsko).

### **Výkonnostní data**

Ve spolupráci s Thompson Reuters podporuje EVCA tzv. Zprávu o celoevropské výkonnosti ukazatelů private equity (Pan-European Private Equity Performance Benchmarks Report) zahrnující roční výkonnost investic private equity fondů v Evropě.

### **Ročenka EVCA**

EVCA Yearbook je nejobsáhlejším pramenem údajů o činnostech private equity a rizikového kapitálu v Evropě shromážděných od více než 1900 private equity firem.

Data zahrnují roční hodnoty o:

- Hladině investic private equity a rizikového kapitálu do evropských společností, včetně rozdělení částek investovaných neevropskými investičními manažery.



- Výši dezinvestovaného kapitálu v pořizovací ceně private equity a venture-kapitálových firem z evropských společností, včetně způsobu odprodeje, jako je například prodej na akciovém trhu či obchodní prodej.
- Objemu finančních prostředků získaných evropskými private equity a venture-kapitálovými manažery, včetně rozpisu celkových zdrojů finančních prostředků podle typu institucionálního investora.